全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





面向21世纪金融投资精编教材

投资学

Touzixue

（第三版）

王玉霞 编著

东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和







面向21世纪金融投资精编教材

投资学

Touzixue

（第三版）

王玉霞 编著

东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press
大连

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户
理想藏书55188

© 王玉霞 2013

图书在版编目（CIP）数据

投资学／王玉霞编著．—3版．—大连：东北财经大学出版社，2013.9
（面向21世纪金融投资精编教材）
ISBN 978-7-5654-1272-1

Ⅰ．投… Ⅱ．王… Ⅲ．投资经济学-高等学校-教材
Ⅳ．F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字（2013）第179107号

东北财经大学出版社出版
（大连市黑石礁尖山街217号 邮政编码 116025）
教学支持：（0411）84710309
营 销 部：（0411）84710711
总 编 室：（0411）84710523
网 址：http：//www.dufep.cn
读者信箱：dufep@dufe.edu.cn
大连东泰彩印技术开发有限公司印刷 东北财经大学出版社发行

幅面尺寸：148mm×210mm 字数：403千字 印张：13 3/8 插页：1
2013年9月第3版 2013年9月第7次印刷

责任编辑：郭 洁 石建华 责任校对：毛 杰
封面设计：冀贵收 版式设计：钟福建

ISBN 978-7-5654-1272-1
定价：28.00元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第三版前言

本书自2006年出版以来，深受广大读者的好评，曾经多次加印以满足读者的需求。

近几年来，我国市场经济取得了长足发展，资本市场作为其中的一个重要组成部分也发生了翻天覆地的变化。投资学领域的理论和实践在快速地变化着，教学必须与之保持同步发展。基于这一考虑，同时听取本书的策划者与责任编辑郭洁女士的修订建议，我完成了本书的第三版写作。

第三版在保留第二版的结构和部分内容的基础上，对许多章节进行了不同程度的修改，增加了大量新的内容，使投资学的内容与时俱进，更加充实和完善。

本书秉承西方投资学的思想和理念，在研究投资定义、种类及过程的基础上，主要研究狭义的投资即证券投资，包括目前市场上最基本的证券投资工具，每种投资工具的特点、收益和风险，证券市场构成及运作，证券投资的分析方法和常用的分析指标。其内容共分四篇十五章。第一篇是基础知识篇，由第一至第五章组成，所涉及的是证券投资所必备的理论知识。在进行具体的证券投资之前，这部分是必须要先了解的，否则，很容易出现原本可以避免的错误。第二篇是市场运行篇，由第六至第九章组成，所涉及的是证券市场运行规则，是投资者进入市场所应掌握的常识性知识。第三篇是投资分析篇，由第十至第十四章组成，涉及的内容是对证券内在价值进行评估和基本分析的相关知识，技术分析理论及方法，以及现代投资组合管理的一些理论和方法，了解这些国外的组合管理方法，对于树立正确的投资理念、提高理论水平有相当的益处。第四篇是市场管理篇，即第十五章，主要介绍证券市场法律法规，证券市场监管目的、体系及目前中国证券市场诚信建设与证券业从业人员的资格管理规定。

本书的内容体系是将我多年的教学心得和教案进行整理、总结、提炼而成的，力求符合精炼、通俗、实用的策划思路。在编写过程中，我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

注重将平日授课时碰到的学生疑问较多的、很简单但又被一般教材所忽略的问题等穿插到相关的章节当中；在注重基本知识介绍的同时也注重将最前沿的国内外投资知识融入进来，以有助于读者了解投资学科发展的新动向；同时，注重每一章例题、案例、图表、基本概念及复习思考题的设计，并根据课程特点在每章后增加查询相关网络资料推荐栏目，使本书具有很强的可读性、实用性。总之，本书旨在为具有一定经济理论和金融理论基础的大学学生提供适用教材，同时满足各类培训之需，也可作为证券业从业人员考试的入门参考书。

本书的大部分资料都选自于我多年教学所撰写的教案，在教学和编写整理教案过程中，我大量参阅了有关证券市场的著作、同行的教材以及各大金融网站的资讯、众多专家学者及股市高手的评论，取其精华逐渐充实到我的教案和课堂当中。我已无法在参考文献当中一一列举出这些作者的大名，在此，只能诚挚地一并向有关作者致谢。谢谢你们，谢谢你们对我的帮助，有了你们才有了今天这本《投资学》。

最后，我特别要感谢我的责任编辑郭洁女士，从本书的选题策划，到书稿的成文修改，她都给了我极大的帮助，在此，我谨致以深深的感谢。希望我用自己的最大努力、最高的热情完成的书稿，能够不辜负大家的期望。

当然，由于中国金融体系正在发生巨大变化，投资学领域中新的理论与现实问题也会不断涌现，这会使得本书第三版中仍不可避免地存在不足之处，恳请专家、同仁和广大读者不吝赐教。

再一次向那些给本书提出修改建议的读者朋友以及一直以来关爱本书的朋友表示衷心的感谢！

王玉霞

2013 年 6 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



目　录

第一篇　基础知识篇

第一章　投资概述/2
第一节　投资的含义/2
第二节　投资的分类和形式/7
第三节　投资与投机/13
第四节　投资过程/16
案例/19
本章基本概念/19
复习思考题/19
学习资料推荐/20
第二章　股　票/21
第一节　股票的含义及特征/21
第二节　股票的种类/23
第三节　中国现行的股票种类/30
案例/35
本章基本概念/36
复习思考题/36
学习资料推荐/37
第三章　债　券/38
第一节　债券的含义及特性/38
第二节　债券的种类/42
案例/52
本章基本概念/54
复习思考题/54
学习资料推荐/54
第四章　证券投资基金/55
第一节　证券投资基金概述/55
第二节　证券投资基金的种类/60
第三节　证券投资基金的投资运作与管理/70

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四节　中国证券投资基金的发展概况/76
案例/80
本章基本概念/82
复习思考题/82
学习资料推荐/82
第五章　金融衍生工具/83
第一节　金融期货/83
第二节　金融期权/93
第三节　可转换证券/97
第四节　权　证/103
案例/107
本章基本概念/111
复习思考题/111
学习资料推荐/112
第二篇　市场运行篇
第六章　证券市场概述/114
第一节　证券市场的含义及分类/114
第二节　证券市场的产生与发展/116
第三节　证券市场的功能/123
第四节　证券市场的构成要素/126
第五节　世界各国的主要证券市场/132
第六节　中国的证券市场/138
案例/144
本章基本概念/145
复习思考题/145
学习资料推荐/145
第七章　证券发行市场/146
第一节　股票发行市场/147
第二节　债券发行市场/164
案例/171

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本章基本概念/173
复习思考题/173
学习资料推荐/173
第八章 证券交易市场/174
第一节 证券的上市与退市/174
第二节 证券交易所交易/180
第三节 证券场外交易/195
案例/199
本章基本概念/203
复习思考题/203
学习资料推荐/203
第九章 证券价格与价格指数/204
第一节 证券价格/204
第二节 股票价格指数/209
第三节 世界著名股票价格指数/214
第四节 中国股票价格指数/218
案例/222
本章基本概念/223
复习思考题/223
学习资料推荐/224
第三篇 投资分析篇
第十章 证券投资收益与风险/226
第一节 证券投资收益/227
第二节 证券投资风险/241
第三节 投资收益与风险/247
本章基本概念/251
复习思考题/251
学习资料推荐/251

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十一章　证券内在价值分析/252
第一节　股票内在价值分析/253
第二节　债券内在价值分析/259
第三节　投资基金内在价值分析/263
第四节　其他投资工具的投资价值分析/267
案例/271
本章基本概念/272
复习思考题/272
学习资料推荐/273
第十二章　证券投资的基本分析/274
第一节　证券投资的宏观因素分析/275
第二节　证券投资的行业因素分析/281
第三节　证券投资的公司因素分析/289
案例/314
本章基本概念/316
复习思考题/316
学习资料推荐/317
第十三章　证券投资的技术分析/318
第一节　技术分析概述/318
第二节　技术分析理论/320
第三节　技术分析指标/348
第四节　中国证券交易所实时行情技术分析指标/359
案例/365
本章基本概念/366
复习思考题/366
学习资料推荐/367
第十四章　现代证券投资组合理论与业绩评价/368
第一节　有效市场假说/368

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二节 现代证券投资组合理论/371
第三节 资本资产定价模型/378
第四节 证券投资组合管理的策略与操作/386
第五节 投资组合管理业绩评价/388
本章基本概念/392
复习思考题/392
学习资料推荐/393

第四篇 市场管理篇

第十五章 证券市场法规制度与监管/396
第一节 证券监管的目的/396
第二节 证券市场法律法规概述/400
第三节 证券市场监管体系及内容/402
第四节 证券市场诚信建设与证券业从业人员资格管理/410
案例/414
本章基本概念/417
复习思考题/417
学习资料推荐/417
参考文献 /418

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



基础知识篇

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章

投资概述



在现代经济生活中，无论个人或者机构都需要投资，“投资学”在西方被称为家庭必修课。本章将重点探讨投资的含义、阐述投资的分类和各种形式、分析投资和投机的关系、考察投资的发展历史。通过教学，使学生明白与掌握投资含义的变化、投资的本质以及投资与投机的关系原理，熟悉投资的分类和各种形式，知晓投资的发展历史。

第一节　投资的含义

一、投资的含义

在经济生活中，人们经常会碰到或用到“投资”一词，那么什么是投资呢?

投资是属于经济学的一个重要范畴。从经济学上说，投资和储蓄、消费、收益及风险是密不可分的。进行投资必须要有资金来源，从广义上说，全部投资来源于全部储蓄，而储蓄是来源于消费剩余或牺牲目前消费。牺牲目前消费的目的是为了得到将来更多的回报和收益，获得更大的价值或资产。正因为有牺牲，才应当有报酬，有投资收益，“报酬”则是将来的消费增加。因此，西方投资学家威廉·夏普在其所著《投资学》一书中将投资概念表述为：投资（Investment）就是指为了获得可能的不确定的未来值而做出的确定的现值的牺牲。

因此，对于投资者来说，我们可以用通俗的语言将投资定义为：投资是指经济主体（国家、企业、个人）以获得未来货币增值或收益为目的，预先垫付一定量的货币或实物以经营某项事业的经济行为。

本章建议阅读资料：

1. 陈保华．证券投资原理［M］．上海：上海财经大学出版社，2003.
2. 黄良文．投资学［M］．北京：中国对外经济贸易出版社，1999.
3. 曹凤岐，刘力，姚长辉．证券投资学［M］．北京：北京大学出版社，2000.
4. 邢天才，王玉霞．证券投资学［M］．大连：东北财经大学出版社，2007.
5. 赖利，诺顿 A. 投资学［M］．3 版．李月平，译．北京：机械工业出版社，2005.
6. 刘德红．证券投资教程［M］．北京：经济管理出版社，2009.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资这一含义，表明了投资主体、投资目的、投资方式和投资行为过程的内容及其内在联系。

我们也可以从以下四个方面来认识投资的定义：

第一，投资是投资者现在投入一定价值量的经济活动。从静态的角度来看，投资是现在垫支一定量的资金；从动态的角度来看，投资就是为了获得未来的报酬而从事的经济行为。

第二，投资的目的在于得到报酬（即收益）。投资的目的很明确，那就是要获取将来的价值增值。投资者肯牺牲当期的消费，是因为他们期望未来能得到更多的价值补偿。未来价值超过现在价值，投资方能获得正报酬。

第三，投资具有时间性。投资是一个过程，这个过程要经过一定的时间间隔才能完成，所以投资自然而然地就包含了时间因素。

第四，投资具有风险性。风险是指未来收益的不确定性。当前投入的价值是确定的，但是，未来可能获取的收益却是不确定的，这种未来收益的不确定性就是投资风险。投资中的风险是不可避免的，而且风险大小与投资对象、投资时间长短有关。

上述所讲的投资者即投资活动的经济主体，简称投资主体或投资者、投资方，它有多层次和多种类型，如直接从事投资的各级政府、企业、事业单位、投资基金或者个人等。前四者通常合称为机构投资者，它们的投资规模较大，而个人投资者的投资规模相对较小。投资就是这些人或人格化的组织进行的一种有意识的经济活动。

总之，投资是个人或机构对现有资金的一种运用，是为了获得未来收益而进行的一种资本垫付行为。

但是，在我国原有的计划经济体制下，投资的内涵却十分简单，如有的辞书将投资定义为："为了扩大再生产，用于新增固定资产和流动资金"；"经济主体为了在未来获得经济效益或社会效益而进行的实物资产购建活动"。显而易见，这个定义过于狭窄，主要是指直接再生产的投资。实际上，投资包括的领域非常广泛，既包括生产投资、教育投资、科技投资、卫生投资等实际投资，也包括金融资产投资，如居民储蓄，购买股票、债券等，还应包括各种流动性低的收藏品投资，如艺术品、古玩、邮票、贵重宝石、纪念币投资等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、投资的发展简史

投资是源于商品经济的活动，而且随着社会经济的发展、社会形态的差异，投资的含义也有所变化和逐渐扩展。早在古代社会，生产力水平低下，只能共同劳动、平均分配产品，产品没有剩余，平日如确有交换需要，则直接实行物物交换，以其所有，换其所无。此时，投资无从谈起。随着生产力的发展和社会进步，出现了剩余产品，交换发生，商业兴起，社会分工越来越细，货币充当交换的媒介，逐渐产生了商业资本。在这个阶段，投资才有可能，投资活动才逐渐出现萌芽。

到了中世纪，商品货币经济进一步发展，资本主义生产关系产生，投资活动随之产生、发展和日趋活跃。资本主义经济中的投资，一般就是投资者，主要是资本家，为获得最大利润而投入一定量货币，转化为生产资本，即投放资本于国内外企业的活动，投资与资本化过程是密切联系的。而且，随着资本家对生产资本的需要，在西方国家出现了众多大小不等的以从事短期工商企业流动资金贷款为主的商业银行，商业银行通过吸收存款方式将社会上闲置的资金集中起来，再将这些资金贷放出去，将吸收的保管性存款变为投资性存款，以满足资本主义发展对信用的需要，且随着资本主义商业经济的发展，商业银行得到迅猛发展，资金剩余者主要是通过存款方式和商业银行的运作实现投资目的。

在资本主义发展初期，资本家既是资本所有者也是资本使用者，资本所有者和资本使用者是结合在一起的，经济主体一般都直接拥有生产资料、资本，并亲自从事生产经营。投资大多采用实物投资的方式，即直接投入资本，购置土地、建造厂房、添置设备、购买原材料和存货、雇用工人，进行生产和流通活动。在这一阶段，为生产、再生产，为扩大生产规模增加生产能力而垫付资金，是投资的最一般含义。但是，随着 17 世纪新大陆的发现和海外贸易的发展，占有资本和使用资本相分离日益成为资本运用的一种重要方式。因为资本所有者要发展海外贸易，单靠个人原始资本的积累是很难实现的，且仅仅凭着一叶轻舟，要在海上航行数万公里，无论前面的利润有多么可观，那些出没无常的狂风巨浪即会给远航的贸易带来无法回避的巨大风险。远航带来的超额利润是所有人都希望得到的，而获取它所必须承担的巨大风险又是所有人无法逃避的。那么，有没有一种办法既能够获得足够的利润又能够把风

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

险控制在一定程度呢？于是，股份制的公司、股票以及股票市场就在人们这种分散投资和对巨额资金的需求中诞生了。荷兰东印度公司是世界上第一家公开发行股票的公司，它发行了当时价值650万荷兰盾的股票，在荷兰的6个海港城市设立了办事处，其中最重要的一个城市就是阿姆斯特丹，在这里发行的股票数量占总数的50%以上。当时，几乎每一个荷兰人都去购买这家公司的股票，每一个人都成了荷兰东印度公司的投资者。荷兰东印度公司基本上是以这种方式运作的，即将公司的资本分成若干股，每个人都可以持有公司的股份，公司给予持股者有公司抬头的证明，凭这种持股证明可以参与利润分配。荷兰东印度公司从此进入了繁荣的时代。此后，荷兰各家船运公司纷纷效仿组建股份公司，通过发行股票吸收和聚集更多的他人资本，这使荷兰的经济规模雄居全球之首，其商船总数是英国的10倍，占世界总量的75%，同时也为荷兰赢得了“海上马车夫”的称号。

海外贸易发展和股份公司制度使投资活动方式发生了革命性的变革，在过去直接对实物进行投资的基础上，兴起了新的投资方式，即通过购买各种有价证券，包括政府债券、金融债券、公司债券、股票，以及其他证券实现投资。这样一来，投资方式，就既包括各个投资主体为了在未来获得经济效益或社会效益而进行的构建各种实物资产的直接投资，也包括各个投资主体用其积累起来的货币购买各种有价证券的以获得资本增值目的的间接投资。但是，在工业革命之前，一切生产都在围绕着贸易进行。当时资本市场和证券投资对于工业生产并没有起到支撑作用。

进入19世纪中期，西方国家先后发生了第一次和第二次产业革命，极大地提高了社会分工和协作水平，促进企业规模迅速扩大。并且，工业革命作为人类经济史上一次重要变革，它使得工业生产取代了商品贸易，占据了整个经济的主导地位。资本所有者要兴办产业，越来越需要吸收和聚集更多的他人资本，否则单靠个人资本积累不足以扩大其资本规模，铁路建设就是一个典型例证。1825年英国要修建达灵顿到史达克顿的铁路，全程一共需花费10万英镑，在19世纪20年代，这是一笔天文数字，很显然任何个人都是无法承担这笔开支的。修建铁路作为当时一个很大的投资项目，需要快速地集聚资金以保证工程的进度。于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是，达灵顿—史达克顿铁路公司发行了股票。仅仅一年的时间，达灵顿到史达克顿铁路建成了，这条铁路的建成不仅大大降低了商品运输的成本，同时也使达灵顿—史达克顿铁路公司获得了巨大的利润。马克思看到了这些，于是他在《资本论》中写道，“假如必须等待某个单个资本增长到能够修建铁路的程度，那么恐怕直到今天世界上还没有铁路。但是，集中通过股份公司瞬间就把这件事完成了”。马克思对股份制进行研究后指出，实际执行职能的资本家转化为单纯的经理，即别人的资本的管理人，而资本所有者则转化为单纯的所有者，即单纯的资本家，而“资本所有权这样一来现在就同现实再生产过程中的职能完全分离”。股份经济的出现和发展，大大加速了这种分离，且通过证券投资方式和资本市场这样一种渠道，将千千万万的投资者手里资金引导到生产领域。制度上的变革，使得英国经济规模迅速扩大，渐渐变成了“世界工厂”，把欧洲那些与之同时起步的国家远远地抛在身后，在当时经济实力位居世界第一。于是，一直服务于经济发展的资本市场也随之发生了一次历史性的转变，资本市场和证券投资方式也逐渐在世界各国的经济发展中占据主导地位。这时的投资已演变成将收入转换成资本，投入某项事业，以便在未来能获得所期望的经济效益。

到了 20 世纪 80 年代，资本市场和证券投资基本上是以国界为限的。80 年代以后，很多工业发达国家开始放松资本管制和外汇管制，跨国投资和并购日益频繁，尤其是信息技术和互联网的迅速发展，使资本在国与国之间的流动更加自由。纽约、香港、伦敦、东京这些世界级的金融中心，已经将全球资本市场连成一体，上百亿美元的资金可以在几个小时之内，从世界的一个地方流到另外一个地方。投资者可以坐在自己的家中，在一天 24 小时之中的任意时刻，轻轻地敲击几下键盘，通过互联网便对在全球任何一个交易所上市的任何一家公司进行投资。跨时空、跨地域进行投资已经变成现实。

在市场经济高度发达的今天，随着金融市场的扩张、演进，制度的完善，市场上不但存在货币与股权交易、货币与债权交易、货币与信托交易等，而且又出现了金融衍生产品交易，如期货交易、期权交易、互换交易等，这使得资本增值的途径不但是“货币—实物商品—货币”的形式，而且可以是“货币—货币”的形式。实物项目投资已不是投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资的必要条件，资金的再生产可以相对独立于产品的再生，投资的内容以及所牵涉的关系也更加复杂，投资领域大大拓宽。

从投资发展历史可以看出：投资走过了从无意识到有意识，从对土地、机器或工厂等固定资产等实物到对股票、债券等金融资产，从小规模到大规模，从少量投资者到多数投资者，从国内到全球这样一条发展道路。并且，“证券”和“证券投资”发展成为投资的最一般含义。

第二节 投资的分类和形式

一、投资的分类

依照不同的划分标准，投资有许多种分类，下面就一些主要分类作简单介绍。

（一）广义投资和狭义投资

广义的投资是指各个投资主体为了在未来获得经济效益或社会效益而预先垫支一定资本的各种经济行为。例如，国家、企业、个人出资开工厂、办农场、修水利、建桥梁，购买生产所用的机械、设备、材料，收藏艺术品、古玩、邮票、纪念币、贵重宝石，还有买股票、债券都可称为投资。

狭义的投资则仅指投资于各种有价证券，进行有价证券的买卖，也可称为证券投资（Securities Investment），如购买股票、债券等。当今西方学术界的许多投资学专著，实际上主要研究狭义投资，即证券投资。

（二）直接投资和间接投资

对于直接投资和间接投资，目前有两种划分方法，一种是从广义上进行划分，一种是仅就投资于金融资产的投资进行划分。

从广义上说，直接投资（Direct Investments）是指投资者将货币资金直接投入投资项目，形成实物资产（固定资产、流动资产等），或者通过收购、兼并等对现有企业进行投资。通过直接投资，投资者便可以拥有全部或一定数量的企业资产及经营的所有权，直接进行或参与投资的经营管理，从而对投资企业具有全部或较大比例的控制力。间接投资（Indirect Investments）是指投资者将货币资金投资于金融资产，包括投资于银行和金融机构储蓄，购买股票、债券、基金等有价证券，形成金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

融资产的投资。

从投资于金融资产而言，按投资者能否直接控制其投资资金的运用来划分直接投资和间接投资。各个投资主体直接以购买股票、债券、商业票据等形式进行金融投资是直接投资，由于其投资形式主要是购买各种各样的有价证券，因此也被称为证券投资。各个投资主体将资金存入商业银行或其他金融机构，以储蓄存款或企业存款、机构存款的形式存在是间接投资。

股票、债券是直接投资最重要的形式，直接投资的中介机构是证券经营机构。商业银行信贷是间接投资最重要的形式，间接投资的中介机构主要是商业银行。

投资于金融资产的直接投资和间接投资有以下区别：

首先，直接投资与间接投资的投资者与筹资者之间建立了不同的经济关系。在直接投资活动中，股票的发行和流通伴随着所有权的产生和转移，债券的发行和流通则反映了两个行为主体的债权债务关系，投资者必须直接承担投资风险，并从筹资者处直接取得股息或利息收益。证券经营机构作为中介人，以承销商或经纪人的身份提供中介服务，并不直接介入投融资活动，即投资者与筹资者之间不存在中介因素。而在间接投资活动中却反映了三个行为主体的债权债务关系，一是投资者（存款人）与银行之间的债权债务关系，二是银行与筹资者（借款人）之间的债权债务关系。在这里，商业银行扮演金融中介的角色，既是存款人的债务人，又是贷款人的债权人，商业银行直接介入投融资活动，既要承担清偿债务的责任，又要承受贷款的风险，与之相对应的，商业银行的主要收益来自存贷款的利差。而投资者无须直接承担贷款风险，投资者和筹资者之间是一种间接的信用关系，与之相对应的，投资者的投资收益是商业银行支付的存款利息。图 1-1 简要说明了直接投资与间接投资的资金流通途径。

其次，直接投资与间接投资都属于金融市场范畴，但是这两种资金融通在金融市场上所起的作用是不一样的，投资者承担的风险和获得的收益也是不同的。

直接投资对于获得资金的企业来说，特别是对于通过发行股票获得资金的企业来说，资金比较稳定，除非企业破产倒闭，没有中途资金被

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

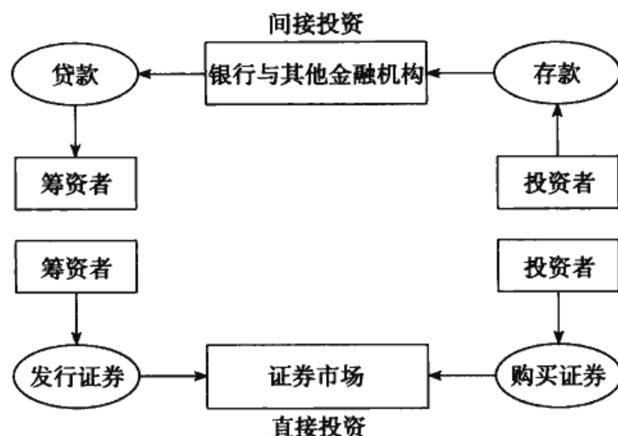


图 1-1 金融体系中直接投资与间接投资的资金流通途径

抽走的危险，不管经济形势如何变化，改变的只是已上市股票的价格，而不影响企业已得到资金的运作。当然，对投资者来说这是一种风险高、收益也可能较大的交易方式。而间接投资对于企业来说，一般是属于短期信贷资金，来源也不稳定，当然，对投资者来说因以银行等金融机构为中介，一般风险较小，因此收益也较低。

任何一个发达、完善的金融市场体系一定会同时存在直接投资和间接投资，投资者应根据自身的投资需要和这两种投资方式的特点加以选择。

（三）实物投资和证券投资

投资某公司开发的房地产项目和该公司的股票都属于投资，但是前者是真实的实物投资，而后者是证券投资。

实物投资（Real Assets Investments）是指投资者对现实的物质资产进行购建活动以求获取一定的回报，它的投入会形成社会资本存量和生产能力的增加，并可直接增加社会物质财富或提供社会所需要的服务，如国家、企业、个人出资建造工业厂房和购置生产所用的机械设备等。

证券投资（Securities Investment）是指投资者将货币资金投资于各种各样的有价证券，如股票、债券、基金等。这种行为会使投资者在证券的持有期内获得与其承担的风险相称的收益。证券投资是以有价证券的存在和流通为前提条件的，即证券投资所形成的资金运动是建立在金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

融资产基础上的，它属于一种金融投资。证券投资可使实物部门筹集到生产经营活动所需资金，使实物投资更加便捷。

实物投资和证券投资之间并不是相互排斥的关系，它们具有紧密的联系。

如果我们以股份制企业作为考虑问题的基础，对资本运动全过程进行考察，“证券投资”与“实物投资”是同一投资运行过程的两个阶段，而且，“证券投资”是最基本的资本垫付，对于“实物投资”具有决定意义。

在发达的商品经济条件下，证券投资如公司的股票、债券是融资工具，它们促成了实物资产的形成和配置，对于实物投资具有决定意义。我们从股份制企业资本运动全过程来看，股份制企业是通过向社会发行股票等各类证券筹集生产经营所需的资金，然后再将资金投入到生产经营领域进行实物投资，通过生产活动创造出利润再对投资者进行分配。投资者购买股票、债券等进行证券投资的资金来源主要是社会储蓄资金，这部分社会储蓄资金通过证券市场转化为投资资金，间接进入生产领域投资于实物资产。这就是指由于证券市场自身机制的作用，通过各类证券的发行将社会储蓄资金转化为投资于证券的资金并转移到企业部门，进入生产领域，使社会资金在资金盈余单位和资金不足单位之间重新配置，解决了社会资金供求的矛盾。而且，通过证券流通市场各类证券的买卖交易活动，还会促使有限的社会资金流向经济效益好的部门和企业，提高社会资金利用效率和社会生产力水平，实现优胜劣汰和资源的优化配置。马克思曾经说过，世界上如果没有股份公司的出现，恐怕到现在连铁路也不能修建起来。所以，在发达的商品经济条件下，证券投资对于实物投资具有决定意义。

尽管证券投资在发达商品经济条件下占有重要的地位，但证券投资的未来收入又是由实物资产的运作产生的，即证券投资的收益最终是来源于实物资产在社会再生产过程中的创造。因而，证券投资的资金运动是以实物投资的资金运动为依据，企业从事实物投资效果的好坏会直接影响到企业的盈利能力，企业盈利能力的变化会影响到投资者对该企业证券的投资前景预期，从而做出不同的投资决策，使金融投资水平发生变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证券投资在很多发达国家已经占有重要地位，如美国等很多国家，证券市场价值占国内生产总值（GDP）的比重已经超过了100%，发展中国家平均也为67.51%，而我国还不到50%。可见，我国证券市场还有很大的发展空间。但我们也应当看到，实体资产才是证券投资存在和发展的基础，证券投资本身并不能创造财富，它属于一种信用活动，它只能通过实物资产在社会生产过程中创造价值，因而证券投资并不能脱离实物投资，否则就会出现泡沫经济，最终导致金融危机的爆发。

（四）短期投资和长期投资

这是按照投资期限或投资回收期长短来划分的。

短期投资是指预期在一年内收回的各种投资业务，如企业的各种流动资产及各类短期证券等。短期投资周转快，流动性较好，风险也较低。

长期投资，简单地讲，是指投资期在一年以上的各类投资事项，如对企业固定资产和设备等投资，对长期金融资产的投资等。长期投资耗费多，回收期长，短期变现能力较差，故风险较高，但其长期的盈利能力强。

短期投资和长期投资的区别：从时间上看，短期投资一般控制在一年之内，而长期投资通常超过一年。从目的上看，投资人进行短期投资主要是利用暂时多余的资金，购入一些非必需但能随时变现的财物，以供生产周转之用，同时达到谋取一定利益的目的。而长期投资主要用于财务上合理调度和筹划资金，参与并控制其他公司经营决策，实现某些经营目的。

（五）固定收益投资与非固定收益投资

固定收益投资是指预先规定应得的投资收入，一般用百分比表示，按期支付，收益在整个投资期内不变。多数债券和优先股的收益都是固定的。非固定收益投资是指投资收益预先不规定，收入不固定，如普通股的收益就是不固定的。一般来说固定收益投资风险小，但收益也低，非固定收益投资风险大，但收益也高。

（六）营利性投资和政策性投资

营利性投资又称经济性投资，在西方也常称为商业投资，是指为了通过生产经营而获取盈利所进行的投资，一般主要投入到生产或流通领

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

域当中。政策性投资又称非营利性投资，是指用于保证社会发展和群众生活需要而不能或允许其不能带来经济盈利的投资。

（七）国家投资、企业投资和个人投资

国家投资，是指中央政府和地方各级政府所进行的投资，通常表现为财政投资，它可以由国家直接拨款来安排，无偿使用，也可以委托管理投资的专业银行或投资公司进行贷款，有偿使用；企业投资是指企业作为投资主体所进行的投资；个人投资的主体是个人，是指个人将手中的资金用以购买证券充作金融资产借以在未来获利。

（八）国内投资和国际投资

国内投资是指本国政府、企业、个人等各类投资主体在本国境内所进行的投资。国内投资总量代表了一个国家经济发展水平的高低、积累能力的大小和经济实力的强弱。国际投资是指各类投资主体跨越国家界限的相互投资，它包括国际间各种形式的直接投资和间接投资。

二、投资的形式

（一）固定资产投资

固定资产投资是指投资主体垫付货币或物资，以获得生产经营性或服务性固定资产的过程。固定资产是指在社会再生产过程中可供长时间反复使用，并在使用过程中基本上不改变其实物形态的劳动资料和其他物质资料。在我国会计实务中，将使用年限在一年以上的房屋、建筑物、机械设备、器具、工具等生产经营性资料作为固定资产。对于不属于生产经营主要设备的物品，单位价值在 2 000 元以上，且使用年限超过两年的，也作为固定资产。

全社会固定资产投资按照管理渠道分为基本建设投资（新建、扩建工程的投资）、对现有固定资产进行更新改造的投资、房地产开发投资和其他固定资产投资四个部分。

（二）房地产投资

房地产投资是指为了获得未来收益或避免资金贬值而投资建造或购买房地产以便出卖、出租的活动。房地产投资是固定资产投资的重要组成部分。在许多经济发达国家，房地产投资已经成为经济繁荣的重要支撑力量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（三）有价证券投资

有价证券投资简称证券投资，即所谓的狭义的投资，它是指投资者将资金投向股票、债券等各种有价证券，进行有价证券的买卖，从而获取收益的一种投资行为。在现代社会中，证券投资在投资活动中占有突出的地位。它是目前发达国家重要和基本的投资方式，是动员和再分配资金的重要渠道。证券投资可使社会上的闲散货币转化为投资资金，可使储蓄转化为投资，对促进社会资金合理流动、促进经济增长有重要作用。

（四）期货投资与期权投资

期货投资是指投资者通过买卖期货合约规避价格风险或赚取利润的一种投资方式；期权投资是指为了实现盈利或避免风险的目的而投资，购买期权者以支付一定数量的期权费（Premium）为代价，得到在一定时期、以指定价格、买卖一定数量商品或证券的权利，所以一般所讲的期权即指期权合同。

（五）信托投资

信托投资，从受托人的角度说，是指信托企业以投资者的身份直接从事各种投资活动，这是信托投资公司的基本业务；从委托人的角度说，是指委托人以投资者的身份将财产交付受托人并指定用于投资活动，这是委托人的一种投资方式。基金投资就属于一种信托投资。

（六）保险投资

保险投资是指投资者通过参加保险来抵补风险损失或获取收益的一种投资方式。保险投资具体又可细分为财产保险、人寿保险、投资连接保险等。

（七）BOT 投资

BOT（Build-Operate-Transfer）投资是指外国投资者投资于东道国基础设施项目的建设，东道国授予投资者一定时期的经营管理权，使投资者在其经营期间赚取利润和收回投资后，到期将该项目全部无偿交给东道国政府的投资方式，这是近年来国际上流行的利用外资的新形式。

第三节 投资与投机

投资与投机好比一对孪生兄弟，它们相互并存，只要有投资就会有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投机。在投资实务中很难将二者严格区分开来。因此，我们有必要探讨一下投资、投机的作用及投资与投机的关系。

一、投机的概念

所谓投机（Speculation）是指在愿意承担较高风险的基础上为获取较高的收益而从事的短期买卖行为，如炒地皮、炒楼花、炒权证、炒股票，它是市场上常见的一种买卖行为。

二、投机的作用

按照以往的习惯看法，投资与投机是两个截然不同的概念，投资是正常行为，投机则是不正当甚至是非法行为。其实，我们要辩证地看待投机现象，投机对市场的健康发展具有双刃剑作用，一方面，它是市场中不可缺少的重要组成部分，可以这样说，没有投机，就不会有市场的存在；另一方面，过度投机也会引起市场动荡或加剧经济波动。

以证券市场为例，投机具有积极的作用，具体表现为：

第一，投机具有平衡市场价格的作用。投机者力图通过自己对未来价格的变动预期来进行买卖。当证券市场行情暴涨，人们都不舍得卖出股票时，投机者认为行情已经达到峰顶而趁机高价卖出股票，从而增加了对证券的供给，缓和价格继续上涨的压力；当证券市场行情暴跌，人们都不敢买入股票时，投机者认为证券价格被低估而趁机进场抄底，从而增加了对证券的需求，抑制价格进一步下跌。由此可见，投机完全是证券市场上的一种市场行为，正常的投机对平衡证券价格起到了一定的积极作用。

第二，投机能够增强证券市场上的流动性。可以说，一个证券市场上流动性的大小主要取决于投机行为的大小。投机者只要有利可图，就会频繁地买卖，从而能够增加市场上的流动性。当市场都看好某一种或多种证券时，如果缺乏投机者，那么，很多要投资的人就会不断地抬高价格买进，而已经买进的人又会因为看好此证券不愿意抛售，结果必然导致价格异常上涨，而且都想买不想卖，市场就会缺乏流动性。但是，有了投机者的快进快出，就会提高证券交易的流动性，投机者使得市场有行有市。所以，正常的投机对增强证券的流动性，加速资金周转，维持证券市场正常运转具有积极作用。

第三，证券投机者参与交易有利于分散价格变动风险，从而成为风

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

险承担者。投资者往往是风险回避者，不愿承担风险，便可以通过期货、期权交易来回避风险，但这种交易若没有人主动出来承担风险就不会成交，从而会更加导致证券价格向原有的方向变动。正因为价格剧烈波动产生了获取价差的机会，所以投机者就会挺身而出承担他人不愿承担的风险以便获取额外收益。从某种意义上说，没有投机，就没有证券市场。

当然，投机还具有很多消极作用，主要是由过度投机、违法投机所造成的。具体表现在：

第一，投机活动会使一些投机者在很短的时间内成为暴发户，而使另一些投机者在很短的时间内遭到破产损失，不利于社会安定。

第二，在投机过度的情况下，一些投机者为了牟取暴利会进行内幕交易，甚至制造谣言，进行虚假交易，垄断操纵证券市场，违背证券市场“公平、公正、公开”的三公原则，造成市场混乱。

第三，在过度投机的情况下，证券价格会脱离现实的经济条件，脱离公司业绩，不断暴涨，形成虚假的市场繁荣和需求，形成泡沫经济。而当价格过高时，一旦产生不利的因素，又会即刻引起暴跌，严重地损害大批投资者的利益和影响国民经济的稳定运行。

这些行为对证券市场的危害是相当大的，证券管理机构应该予以严厉打击。

三、投资与投机的关系

投资与投机这对孪生兄弟，同在一个市场从事交易活动，但二者在投资策略选择、投资收益的重点和风险与收益的权衡等方面是有差异的。

在投资策略的选择上，投资者倾向做长线，着重对各种证券所代表的实际价值、公司的业绩和创利能力进行分析，选择有发展前途的资产投资，以期将来取得高收益。投机者倾向于做短线，主要注重市场的变化，注意市场行情的变化，只向短期能带来可观收益的资产投资，通过频繁买进卖出谋利，以获得市场差价为主。投资者注重证券内在价值，而投机者则注重证券的市场价格。因此，投资活动是市场稳定的基础，投机活动是活跃市场的主要动力。

在投资收益的重点上，投资者看重基本收益；投机者追求的则是资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本升值，而非利息、股息收入。

在投资风险上，投资风险大的为投机，投机为高风险投资；投资风险相对小的为投资，投资是稳健的投机。

第四节 投资过程

投资过程就是指一个投资者如何进行投资决策的过程。投资过程是动态的和连续的，投资分析工作也是永无止境的。无论是从事实物投资还是从事证券投资，都需要经过几个步骤或阶段才能做出恰当选择，同时还涉及后续的投资管理问题。投资过程基本上由五个部分组成，即明确投资目标，了解投资环境（工具），制定投资策略，实施投资策略，监控及评价投资业绩。图 1-2 为投资流程图，说明了投资过程各部分的相互联系。

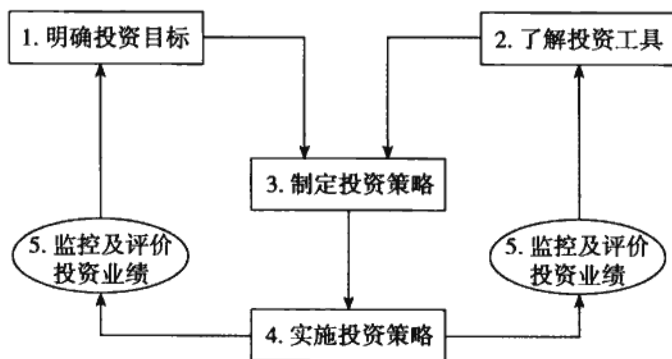


图 1-2 投资流程图

一、明确投资目标

投资过程中的首要因素就是投资者的投资目标。投资者首先应制订一个投资计划，一般来说，普通股的平均回报率显著高于储蓄账户或债券的利息率，但是，不是所有的普通股都如此，回报较高的投资必须承担较高的风险。因此，投资计划应当包括有关收益要求和风险承受能力的具体目标。例如，某投资者对证券组合投资的要求是平均收益应当高于 8% 且损失不得超过 10%。

制订投资计划时还应当考虑到：投资者目前的财务状况是怎样的？资金来源有哪些？在可以预见的未来时期，能用来投资的收入有多少？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在未来的不同时期需要花费的现金是多少？投资者能够承担的风险是多少？投资者更适合选择哪一种投资方式？投资的税收情况又如何？

例如，父母想为他们刚出世的孩子准备大学教育费的投资计划肯定会与想在一年之内准备结婚的投资者的投资计划不同。所以，在开始投资操作时必须根据自己的实际情况确定合适的投资目的。

二、了解投资工具

在确定了投资者的投资目标之后就应该考虑适当的投资机会了，既要了解目前的市场投资环境、市场上都有哪些投资工具，更要了解不同投资工具本身的状况，以便在众多的投资工具中进行选择。总的来说，不同的投资工具具有不同的投资收益和风险，对不同投资工具的选择就是对不同的收益和风险进行权衡。以金融资产投资为例，金融资产一般分为三种类型：债券、股票、衍生证券。

债券，是表示债务人与债权人之间关系的金融资产，是一个公司的负债凭证。

股票，是证明投资者的股东身份和权益并据以获取股息的凭证。

衍生证券如认股证、期权和期货，它们是与基础证券联在一起的。

债券风险最小，而收益也最低；股票平均来说收益较高但风险也较大；衍生证券可能风险最高，但同时潜在收益也最高。图 1-3 描述了金融资产的预期回报和风险的选择。

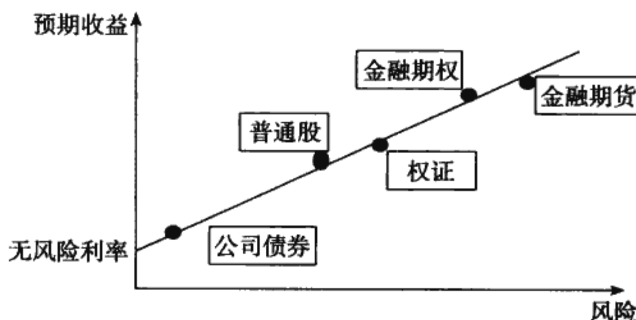


图 1-3 金融资产的预期回报和风险的选择

三、制定投资策略

在充分了解各种投资工具的收益与风险及市场状况之后，投资过程的下一步是协调各种投资工具，使其与投资者的投资目的相适应。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在制定策略时，有些投资者喜欢尽可能地回避风险，例如，如果你需要一笔钱来支付下一年的学费，你将会把你所有的钱都投入到非常安全的证券上，如短期债券。一些不愿失掉获得高收益机会的投资者则愿意冒风险，把他们所有的资金都投资于股票或衍生证券上。但是，以上两例都是比较极端的选择，没有必要做出这种把所有钱都投入一种证券的极端选择。“不要把鸡蛋放到一个篮子里”是进行投资的至理名言。

“不要把鸡蛋放到一个篮子里”就是指投资要注意分散风险，要确定各种不同资产的投资比例进行组合投资。典型的资产有货币市场证券、债券、股票和不动产。组合投资在投资管理中举足轻重。在各类资产中的证券，如股票，趋向于一起波动，这种具有统一性的运动变化就叫做相关性（Correlation），因此资产配置是很关键的，因为不同类型的资产相关性较低，即一般不会一起波动。不一起波动的资产组合在一起可以有效地减少总风险水平。

四、实施投资策略

这一步骤，实际上是通过选择投资工具、实施资产配置和对资产配置进行修正三个环节来完成的。

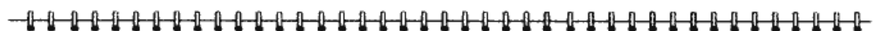
要成功地实施资产配置策略是很难的，这主要是受到以下三个因素的影响：一是交易费用，要改变资产配置就会增加交易费用，交易费用增加会直接减少因改变资产配置而带来的期望收益。二是经济和市场是不断发生变化的，这会改变人们追求的最佳配置策略。三是投资者的目标和限制也在不断发生变化，随着时间的推移，个人的需求或资金的变化都会要求资产重新配置。例如，若一位投资者继承了一大笔钱，则他对风险的厌恶态度就会发生改变。

五、监控及评价投资业绩

一旦投资过程开始，定期重新评价投资方案就会变得非常重要。投资者要根据收益与风险之间的关系来评价资产配置方案取得的实际业绩，这是因为市场是处于变动之中的，还有税收法律的更改以及其他一些事情的发生都会改变既定的目标。投资者必须定期检查投资策略，提出质疑，以使策略保持最佳。总的来说，投资者需要监控投资计划并重新考虑各种可以获得的资产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

【案例】 巴菲特的投资原则



如果在 1956 年你的祖父母给你 1 万美元并要求你和巴菲特共同投资，如果你非常走运或者说很有远见，你的资金就会获得 27 000 多倍的惊人回报，而同期的道琼斯工业股票平均价格指数仅仅上升了大约 11 倍。再说，道琼斯指数是一个税前数值，因而它是一个虚涨的数值。如果伯克希尔的股票价格为 7.5 万美元，在扣除各种费用，缴纳各项税款之后，起初投资的 1 万美元就会迅速变为 2.7 亿美元，其中有一部分费用发生在最初的合伙企业里。在扣除所有的费用和税款之前，起初投资的 1 万美元就会迅猛增至 3 亿多美元！无怪乎有些人把伯克希尔股票称为"人们拼命想要得到的一件礼物"。

巴菲特没有继承任何财产，他持有伯克希尔公司 30% 多的股份，这是一家投资控股公司，它拥有大量的股票、债券、现金、其他投资品种以及众多的实业公司。由于巴菲特持有大量的伯克希尔股票，从多方面来看，巴菲特就是伯克希尔公司，伯克希尔公司理所当然就是他的智慧结晶，伯克希尔公司的出色业绩可以同美国任何一家企业相媲美。

然而，尽管巴菲特在金融领域很有名气，但是，在 1991 年出面拯救华尔街的所罗门公司之前却鲜为人知。他的办公地点就在内布拉斯加州（Nebraska）中等城市奥马哈一栋很不起眼的大楼里。多年来，巴菲特坐在他的办公室阅读和思考，他已经创造了数十亿美元的股东价值，使几十位早期投资伙伴的财富超过了数千万美元，使几百位投资者成了百万富翁。

除了他的财富之外，巴菲特的投资思想和投资观念在世界上也极具影响力。对所有那些追求财富的人来说，巴菲特提出了两条具体原则：

第一条原则：千万不要亏损。

第二条原则：千万不要忘记第一条原则。

资料来源：巴菲特的真实投资故事．环球外汇网．［2009-02-05］．http://biz.cn.yahoo.com/090205/166/stim.html，作者对原文有所删节．

本章基本概念

直接投资和间接投资　实物投资和证券投资　投资与投机

复习思考题

1. 什么是投资？如何正确理解投资的含义？
2. 什么是证券投资？试述证券投资与实物投资的区别与联系。
3. 试说明直接投资与间接投资的主要区别和相互关系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4. 试分析投资与投机的关系。
5. 正确的投资过程有什么意义?
6. 请谈谈巴菲特的投资原则带给你的启示。

学习资料推荐

你可以参照中国证券业监督管理委员会网站了解各种投资工具及投资情况：http：//www. csrc. gov. cn/pub/newsite/zqqhcp/。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章

股　票



股票是证券市场上的主要投资工具之一，作为虚拟资本具有价值。本章将重点阐述股票的含义、特征及种类，阐述股票的权利及义务，分析我国现行的股票类型及产生的原因。通过本章学习，使学生掌握股票的含义、特征及相应的权利义务，知晓各种股票类型，对我国股票种类划分有一个清醒的认识。

第一节　股票的含义及特征

一、股票的含义

股票（Stock）是股份有限公司发行的一种有价证券，是用以证明投资者的股东身份和投资份额，并对公司拥有相应的财产所有权的证书。股票一经发行，购买股票的投资者即成为公司的股东。股票实质上作为股份公司的股份证明，它表示其持有者在公司的地位与权利，以及承担的相应责任与风险。

股份有限公司的全部资本被分成许多等值的单位，叫做“股份”。它是股份公司资本的基本单位和股东法律地位的计量单位，占有一个单位，就称占有一股份。将“股份”印制成一定的书面形式，记载表明其价值的事项及有关股权等条件的说明，就是股票。股票与股份，前者是形式，后者是内容。例如，某公司发行了 1 000 万股股票，则每一股代表公司净资产的千万分之一，若某股东持有其中的 100 万股，则他拥有该公司的十分之一股权。股票虽然是所有权证书，但股东的权力是有限制的，股东无权处置公司的资产，而只能通过处置持有的股票来改变自己的持股比例。

本章建议阅读资料：
1. 霍文文．证券投资学［M］．北京：高等教育出版社，2008.
2. 邢天才，王玉霞．证券投资学［M］．大连：东北财经大学出版社，2007.
3. BODIE，KANE，ALAN J. Investments［M］．5th Ed. NewYork：McGraw-Hill Companies，Inc，2002.
4. 中国证券业协会．证券业从业资格考试统编教材——证券市场基础知识［M］．北京：中国财政经济出版社，2012.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就股票的本质属性来看，它不同于商品证券和货币证券，它是代表股份所有权的股权证书，是代表对一定经济利益分配请求权的资本证券，是资本市场上流通的一种有价证券，是虚拟资本。

二、股票的特性

股票的特性主要表现在如下几个方面：

1. 不可返还性。股票投资人一旦出资购买了某个公司的股票，投资者就不能向发行股票的公司提出退股索回资金的要求，同时也没有到期还本的可能。股份公司不对股东偿还本金，股东若想收回投资，只能将股票转卖他人，但这种转卖不涉及公司资本的增减，只改变了公司资本的所有者。

2. 责任有限性。股东只负有限连带清偿责任，即股东仅以其所持股份为限对公司承担责任，公司以其全部资产对公司的债务承担责任。换句话说，一旦公司破产倒闭，股东承担的风险只限于股东购买股票所作的投资，这是股份公司能在社会公众中广泛募集资金的重要特征。

3. 参与决策性。股东参与公司经营管理的决策权取决于他持有股份的多少，股东持有一个公司的股份越多，其参与经营决策的权力越大。股票代表的经营决策权是一种综合权利，体现为股东有权参加股东大会，有权对公司重大经营决策投票赞成或反对，有权选举和被选举为公司的董事或监事。股东通过行使各项权利参与公司的经营管理决策。

4. 风险性。股票投资与其他证券投资相比有较大的风险性，这是因为投资者出资购买股票已不再有还本的可能，同时股息收入也是没有保证的，股票的收益要看公司经营状况的好坏，有利则分、无利不分，利多多分、利少少分。此外，股票的价格也受股市价格波动的影响，变化无常，买卖股票有赚有赔。

5. 流通性。股票是一种可以自由转让的投资工具。投资人购买公司股票后，虽不能退还股本，但股票可以拿到证券市场上去转让，也可将股票作为抵押品向银行贷款。由于股票有极强的变现能力，弥补了股票期限上永久性的不足，因而股票被视做仅次于现金资产的流动性资产。这一特征也是股份公司能在社会公众中广泛募集资金的又一重要原因。这种流通性和灵活性是股票的优点也是它的生命力所在。

6. 价格波动性。通常股票是有票面价格的，但股票的买卖价格一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

般是与股票票面价格不一致的，具有较大的波动性。影响股票交易价格的因素很多，这些因素不断变化，导致股市发展变幻莫测。人们认为，股票价格与股票面值不一致，价格波动变幻莫测，这正是股票的魅力所在。

7. 投机性。股票价格与股票面值不一致，股票价格的频繁波动，就给股票买卖的投机带来了可能性，投机者可根据股票价格的涨落价差取得投机性收益。股票的投机虽然有其破坏性的一面，但股票投机对于活跃股票市场，加速资本的流动，也有一定的积极意义。

三、股票的基本内容

股票作为一种所有权凭证，有一定的格式。我国《公司法》规定，股票采用纸面形式或国务院证券管理部门规定的其他形式。股票应载明的事项主要有：公司名称、公司登记成立的日期、股票种类、票面金额及代表的股份数、股票的编号。股票由董事长签名，公司盖章。发起人的股票，应当标明“发起人股票”字样。

第二节 股票的种类

随着现代股份公司制度的不断发展完善及投资者不断提出新的投资要求，股票的形式与内容也在不断发生变化。按不同的标准或从不同的角度，股票可以分为不同的种类。常见的股票类型如下：

一、按股东的权益分类

（一）普通股票

普通股票（Common Stock）是指在公司的经营管理和盈利及财产的分配上享有普通权利的股份，代表满足所有债权偿付要求及优先股东的收益权与求偿权要求后对企业盈利和剩余财产的索取权，是股票中最基本和最重要的一种形式，是构成股份有限公司资本基础的股份。普通股票是股份有限公司最先发行、必须发行的股票，是股息随公司利润的大小而增减的股票，是风险最大的股票，也是市场上交易最活跃的股票。普通股票的期限与公司相始终，普通股票的利益与公司的利益相依存，因此普通股票的持有人是公司的基本股东，比较于其他种类股票的持有人有着更多的权利，这些权利主要表现在如下几个方面：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 投票表决权

普通股票股东有权参加股东大会，在股东大会上可以就公司的财务报表和经营状况进行审议，对公司的投资计划和经营决策有发言权、建议权，有权选举董事和监事，对公司的财务预决算方案、利润分配方案、增资减资决议、合并、解散及修改公司章程等具有广泛的表决权。股东若不参加股东大会，可填写授权委托书，委托代理人来行使投票表决权。通过投票表决，股东间接参与公司的经营管理，所以这种权利也可以叫做参与经营权。

绝大多数股份公司对普通股票的投票方式采取“一股一票制”，即普通股票股东每持有一股便有一个投票权，以体现股权的同一性。投票的方法有两种，一是多数投票制，二是累积投票制。

多数投票制，又称普通投票制、直接投票制。在选举董事会时，股东每持有一股便有一个投票权，而且必须对每位董事的空缺进行分散投票。例如，一位股东持有 1 000 股股票，那么每个董事的空缺他都可以投 1 000 票。由于每位董事候选人都必须得到选票总数的半数以上才能当选，因此，这种办法使小股东无法当选为董事。而掌握大部分投票权的大股东可以垄断全部董事会人选。

累积投票制，是针对多数投票制的弊端，为保障多数小股东的利益而采用的投票方法。在累积投票制下，每一个股东可以把投票权累积起来，集中投给某一位候选人。他可投的总票数，等于所持有的股数乘以所要选出的董事数。这样，小股东们可集中推选某一位董事，或根据需要适当分散投票，选出能代表小股东利益和意愿的董事人选。例如上述那位股东持有 1 000 股股票，本次股东大会要选出董事 12 人，那么这位股东总共可投 12 000 票（1 000×12），他可用这 12 000 票来选举他认为合适的一位或数位董事人选。

2. 盈余分配权

普通股的股利完全取决于公司盈利情况及其分配政策。一般来说，公司盈利多，股利就高，反之则少，若公司亏损则可能分文没有。这种股利收益的不固定性，正是普通股的重要特点。所以在证券投资中，投资普通股的风险最大。但若公司获高额利润，普通股股东可获得高额股利，有权享受利润增长所带来的利益，而一般优先股就无此项权利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 资产分配权

当公司因各种缘由而需要解散清算时，普通股有权按比例分得公司的剩余财产，但必须排在公司债权人、优先股股东之后。若在他们之后没有剩余，普通股则只能甘受损失。在一般情况下，普通股票股东对该权利兴趣不大，因为投资者购买股票看重的是公司的获利能力。

4. 优先认股权

当公司增发新股时，普通股原有股东有按低于市价的某一特定价格及持股比例优先购买一定数量的新发行的股票的权利。这样，原有股东就可以通过认购新股而继续维持其原有权利和收益。例如某一股东原来持有公司普通股票总额的1‰，在公司发行新股票时，这个股东就有权按原有比例再认购新发行股票总额的1‰。新股加旧股，该股东仍保证了公司股份1‰的权利和收益。

给老股东优先认股权（Preemptive Right）是出于两个方面的考虑：一是保证老股东的持股比例；二是保护老股东的利益，规定的配股价格之所以低于市价，除了吸引投资者外，还在于大多数公司通过出售股票而募集的新资本，不可能立即产生利润，而且在短期内可能发生每股净利被稀释的现象，公司为了弥补老股东的这一损失，把优先认股权价格定得较低，作为对老股东的补偿。

股东拥有新股优先认购权后，其处理权利的方式有三种：其一是行使优先权，购买新股票；其二是转让优先认股权；其三是放弃这一权利，任其过期失效（优先认股权的有效期一般为2周到2个月，最多为2个月）。这种情况只有在股东认为购买新股无利可图时，才会发生。

（二）优先股票

优先股票（Preferred Stock）是相对于普通股票而言的，是公司在筹集资本时给予投资者在对于公司利润、公司清理剩余资产的分配上比普通股股东享有优先权的股份。优先股票的股息率是固定的，其持有者的股东权利在表决权等方面受到一定限制。由于在股份公司中优先股是预先确定股息的，因而使得它既是股票的一种，又有些类似于债券，是介于普通股与债券之间的一类折中性证券。

1. 优先股票利弊分析

与普通股比较，优先股有它优先的一面，也有它不利的一面。首

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

先，优先股的股息率是事先确定的，当公司经营良好，利润激增时，优先股的股息不会因此而提高，而普通股的收益却可大增。其次，优先股股东一般没有选举权和被选举权，对公司经营决策没有表决权。最后，在股份公司发行新股票时，优先股没有普通股那样的优先认购权。

优先股虽然存在着一些不利的因素，但是无论对于投资者来说，还是对于股票发行公司来说，优先股确实有它可取之处。

从投资者角度看，购买优先股票收益固定，风险小于普通股，股息一般高于债权收益，而且股份可以转让，所以比较适合于保守型的投资者和无暇参加公司管理的投资者。

从筹资的股份公司角度看，公司发行优先股票可以在不增加投票权、不分散对公司控制权的情况下进行筹资；优先股票股本也是公司的股本，公司可以长期使用；优先股票也可溢价发行，所以公司发行优先股票可筹集低成本的长期资金；优先股票属于公司股权资本的一部分，能提高公司的价值，有利于改善公司的发债条件，而且优先股票不像债券那样，对公司构成破产依据，若付不出股息，可以积欠，因此在资金短缺时不失为一种较好的筹资手段。

除此之外，优先股票还具有财务杠杆作用。在一家公司中有没有优先股票及优先股票的多少，对普通股票的收益影响很大，这种影响称为杠杆作用。股息的来源是公司利润，而公司利润是由公司总资本即普通股票、优先股票、债券、贷款等的增值而赚得的。因为优先股票、债券收益固定，资本利润率若超过利息率，则增加的部分就由普通股票独享。例如，假定某公司的资本结构只有普通股票 500 万股，每股面额 100 元，某期可分配盈余为 1 500 万元，则此 1 500 万元全由普通股票股东分享，如果下期可分配利润增加到 3 000 万元，普通股票股息则增加 1 倍。但是，当公司总资本结构是由普通股票和优先股票两部分组成时，情况就不同了。假定公司有优先股 100 万股，每股面额 100 元，固定股息率为 8%，普通股有 400 万股，每股面额 100 元。假定可分配盈余仍是 1 500 万元，须付优先股票的股息为 800 万元，普通股票持有人能得到股息 700 万元。如果下期可分配利润增加到 3 000 万元时，付给优先股票的股息仍为 800 万元，分配给普通股票的股息可达 2 200 万元，可见，可分派利润增加了 1 倍，而普通股票股息却增加了 3.14 倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

反之，若下期可分配利润下降为800万元，则普通股票股息为“零”。

2. 优先股票的种类

（1）累积优先股（Cumulative Preferred Stock）与非累积优先股（Non Cumulative Preferred Stock）。累积优先股的基本特征为：当公司本年度没有盈利因而不能分派股息，或者盈利不足以满额分派股息，那么公司可以把未分派或未满额分派的股息累积到以后年度补付。累积优先股票是一种最常见、发行比较广泛的优先股票。而非累积优先股则以当年公司所得盈利为限分派股息，若当年未能分派股息或未能足额分派股息则不进行累积，当然也不存在次年补付的问题。

（2）参加优先股（Participating Preferred Stock）与非参加优先股（Non Participating Preferred Stock）。参加优先股按参与分配比例多少又可分为全部参加优先股和部分参加优先股。

仍以前例为例。该公司在按固定股息率分派了优先股股息和不少于优先股收益率的普通股股利后，尚余1 500万元供再次分配，那么在全部参加优先股票情况下优先股和普通股每股可分别再获3元（1 500÷(100+400)）的额外股利。在优先股最终收益率的上限为10%的情况下，优先股每股可再获2%（10%－8%），即2元（100元×2%）的额外股利，普通股每股可分别再获3.25元（（1 500－200）÷400）的额外股利。总的看来，这两种参加优先股除了可以优先获得固定股息外，在公司利润增加时，还可以和普通股一样参与对剩余利润的分配。至于非参加优先股，则是指除获得固定股息外，没有剩余利润参与权的优先股。由于参与优先股票对普通股票股东的利益有很大影响，所以大多数优先股票属于非参与优先股票。

（3）可转换优先股（Convertible Preferred Stock）和不可转换优先股（Non Convertible Preferred Stock）。按公司章程规定，允许股东以一定的比例转换成普通股的优先股，称为可转换优先股；反之，那些不能转换成普通股的优先股称为不可转换优先股。可转换优先股只是表明一种权利，至于优先股是否真的实行转换，这要看投资者的决定。

（4）可赎回的优先股（Callable Preferred Stock）与不可赎回的优先股（Non Callable Preferred Stock）。可赎回的优先股在发行时股份公司就已做出决定，在将来公司不再需要此项资金时，公司有权按一定的价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格将股份收回注销。这种优先股票一般是在公司经营不利的条件下，一时急需资金并且预计今后某一时期有能力也有必要用公司收益偿还股本的情况下发行的。一般来说，回购价格都定得很高，以补偿该类股票购买者因公司回购所遭受的经济损失。所谓不可赎回优先股，是指股票一经投资者认购，在任何条件下都不能由股份公司赎回。

（三）决议权股、无决议权股和否决权股

1. 决议权股

决议权股指的是股份公司对特定股东给予多数表决权，一般股票赋予股东一股一权，决议权股在其他方面并无任何优先利益。一般是合资公司为了限制外国持股人对本国产业的支配权而发行。

2. 无决议权股

无决议权股即对公司一切事物都无表决权的股票。

3. 否决权股

否决权股即只对指定的议案有否决权的股票。

二、按股票的面额形态分类

（一）记名股票与无记名股票

记名股票是指在股票票面和股份公司的股东名册上要同时记载股东姓名的股票。记名股票不得私自转让，必须通过公司，而且必须通过法定程序办理过户手续。我国《公司法》规定，股份有限公司向发起人、国家授权投资的机构、法人发行的股票，应当为记名股票。

无记名股票是指股票票面上不记载股东姓名的股票。对于无记名股票来说，凡是持有公司股票的人即为公司股东。由此可见，这种股票的转让是非常自由的。由于无记名股票有一定的弊端，因此有的国家不允许发行无记名股票。

（二）面值股票与无面值股票

面值股票是指股票票面上记载有每股金额的股票。这一记载的金额也称为票面金额、票面价值或股票面值。股票面值为公司资本的基本单位，是股东的基础出资额。日本有关证券法规规定，有票面金额的股票每股金额须相等，金额不得低于500日元。西方英、美等国家的有关证券法规一般不规定股票票面的最低金额，而由发行公司自己自由决定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

无面值股票就是在股票票面上不载明股票面值，只注明它在公司总股本中所占的比例。无面值股票也称为比例股票或份额股票。其价值随公司财产的增减而相应增减。在公司会计处理上，对于无面值股票，一般在股票发行时由公司董事会对每股规定一个价值，称为设定价值，作为公司记账的依据。例如，某公司的股本总额为 5 000 万元，共分为 100 万股，每股 50 元，该股票为无面值股票，只在票面上注明它是股票总额的一百万分之一。

无面值股票具有发行和转让价格较灵活、便于股票分割等优点。在美国这种股票比较常见，但大多数国家（包括中国）则不允许发行这种股票。

（三）实体股票与记账股票

实体股票是指股份公司给股东发放纸制的票券作为持有股份的表现形式。记账股票，是指不发行股票实体，只作股东名册登记的股票。记账股票仅限于记名股票使用。在现代证券市场上，很多交易所都借助大型计算机网络进行股份登记和股票交易，股票不再具有纸制票券的形式，而以电子符号的形式存在，人们也将其称为电子股票。

三、按照股票的收益能力风险特征分类

（一）蓝筹股

蓝筹股是历史较长、信誉卓著、资金实力雄厚的大公司发行的股票。这种公司一般在本行业内占有重要的甚至是支配性的地位，具有稳定的长期盈利能力，能定期发放不菲的股息。所以蓝筹股的股票市场价格稳定、投资风险适中、股价呈上升趋势，普遍受投资者的欢迎。在美国，像电话电报公司、通用汽车公司的股票即属于这类股票。

（二）成长股

成长股是由一些正处于高速发展阶段的公司发行的股票。由于发行这种股票的公司正处于上升阶段，所以其销售额和收益额处于上涨之势，公司在今后有足够的实力进行大发展并能长期为股东带来投资收益。这类公司注重科研，留存大量收益进行再投资来满足发展的需要，有大展宏图之势。购买这种股票，其股利虽然近期并不很高，但它们的股票极具成长潜力，投资者坚信它的市场价格能随着公司的发展壮大不断提高，投资者可以获得长远的利益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（三）收入股

收入股指当前能发放较高股利的股票。发行收入股的企业一般处于成熟阶段，无需新的投资项目，且具有较好的盈利能力。收入股留存较少，大量的利润被用作股利的分配。因其收益稳定且无需专业投资知识，这类股票一般受妇女、老年人、退休者和一些法人团体的欢迎。

（四）周期股

周期股指那些收益随商业周期波动的股票。在西方，人们认为钢铁、机械制造、建材等行业的股票属于周期股。

（五）防守性股票

防守性股票是指在任何经济波动条件下收益都比较稳定的股票。这种股票与周期股票正好相反，在商业条件恶化时，它的收益要比其他股票优厚并且较为稳定，如水、电和交通等公用事业公司发行的股票。

（六）投机性股票

投机性股票是指那些价格变化快、幅度大、发展前景很难确定的股票，是由一些盈利情况极不稳定且未来收入难以确定的公司发行的。由于这种股票价格波动大且涨落频繁，这就给证券投机者赚取巨额差价带来了极大的可能性，因此这种股票备受偏好高风险的证券投机者的青睐。

第三节　中国现行的股票种类

中国的股票市场建立时间比较短，尚处于新兴市场发展阶段。除了也有同发达国家股票市场同样的股票分类外，中国独特的国情使得中国的股票还有一些较为特殊的分类方法。

一、按投资主体分类

（一）国有股

国有股又称国家股，是国家作为企业的所有者拥有的股票。在我国企业股份制改造中，全民所有制企业的资产属于国家所有，因此在改组为股份公司时，原企业中的国有资产就折成国有股。另外，国家对新组建的股份公司进行投资，也构成了国有股。国有股由国务院授权的部门或机构持有，或根据国务院决定，由地方人民政府授权的部门或机构持有，并委派股权代表。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（二）法人股

法人股是指企业法人或具有法人资格的事业单位和社会团体以其依法可支配的自有资产向股份有限公司股权部分投资所形成的股份。法人股是法人相互持股所形成的一种所有权关系，是法人经营自身财产的一种投资方式。法人股股票以法人记名。根据法人股认购的对象，可将法人股进一步分为境内发起法人股、募集法人股和外资法人股三部分。

（三）公众股

公众股也可以称为个人股，在我国上市公司历史上公众股有两种形式：公司职工股和社会公众股。

1. 公司职工股

公司职工股是指股份有限公司职工在本公司公开向社会发行股票时按发行价格所认购的股份。按照《股票发行与交易管理暂行条例》规定，公司职工股的股本不得超过公司拟向社会公众发行股本总额的10%。公司职工股在本公司股票上市6个月后，即可安排上市流通。

须说明的是，公司职工股和内部职工股是两个完全不同的概念。在我国进行股份试点初期，出现了一批不向社会公开发行股票，只对法人和公司内部职工募集股份的股份有限公司，被称为定向募集公司，内部职工作为投资者所持有的公司发行的股份被称为内部职工股。1993年，国务院正式发文明确规定停止内部职工股的审批和发行。

2. 社会公众股

社会公众股是指社会公众依法以其拥有的财产投入公司时形成的可上市流通的股份。在采用社会募集方式的情况下，股份公司发行的股份，除了由发起人认购一部分外，其余部分应该向社会公众公开发行。因此，公司内部职工以外的个人认购的股份，就构成了社会公众股。我国《公司法》规定，公司申请股票上市的条件之一是：向社会公众发行的股份，不得少于公司股份总数的25%。公司股本总额超过人民币4亿元的，向社会公开发行股份的比例为10%以上。

（四）外资股

外资股是指股份公司向外国和我国香港、澳门、台湾地区投资者发行的股票。这是我国股份公司吸收外资的一种方式。外资股按上市地域

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以分为境内上市外资股和境外上市外资股。

二、按上市地点和投资者不同分类

（一）A股

A股的正式名称是人民币普通股票。它是由我国境内公司对境内自然人和法人（不含我国台湾、香港、澳门地区投资者）发行的股票，统称为A股。它以人民币标明面值，在境内上市，用人民币认购和交易。

（二）B股

B股的正式名称是人民币特种股票，属于境内上市外资股，是指股份有限公司向境外投资者募集并在我国境内上市的股票。它也以人民币标明股票面值，在境内上市，但它是对境外自然人和法人（包括外国和我国香港、澳门、台湾地区的法人和自然人）发行，以外币认购、买卖的股票，故属于外资股。B股公司的注册地和上市地都在境内。2001年2月发布境内居民只要有合法的外汇收入都可以投资B股的决定后，境内居民个人可以从事B股投资，B股的“吸引外资”性质也发生了变化。

（三）H股、N股、S股、L股

这类股票属于境外上市外资股，它是指股份有限公司向境外投资者募集并在境外上市的股份。它也采取记名股票形式，以人民币标明面值，以外币认购。在境外上市时，可以采取境外股票存托凭证形式或者股票的其他派生形式。在境外上市的外资股除了应符合我国的有关法规外，还须符合上市所在地国家或者地区证券交易所制定的上市条件。其中，H股是注册地在境内、上市地在香港的外资股。因香港的英文是HongKong，取其字首，将在香港上市的外资股称为H股。依此类推，在美国纽约上市的外资股称为N股，在新加坡上市的外资股称为S股，在英国伦敦上市的外资股称为L股等。

（四）红筹股

这一概念诞生于20世纪90年代初期的香港股票市场。中华人民共和国在国际上有时被称为“红色中国”，相应地，中国香港地区和国际投资者把在中国境外注册、在香港地区上市但主要业务在中国内地或大部分股东权益来自中国内地的股票称为红筹股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

红筹股已经成为内资企业进入国际资本市场筹资的一条重要渠道，但红筹股不属于外资股。红筹股与H股的区别在于注册地不同。

三、其他分类

（一）ST股

沪深交易所在1998年4月22日宣布，将对财务状况或其他状况出现异常的上市公司股票交易进行特别处理（Special Treatment），由于“特别处理”，简称“ST”，因此这类股票称为ST股票。

ST股的特别处理措施：①在公司股票及其衍生品种的证券简称前冠以“ST”字样；②股票报价的日涨跌幅限制为5%；③规则所规定的特别处理不属于对上市公司的处罚，上市公司在特别处理期间的权利和义务不变。

财务状况或其他状况异常是指下列情况：①最近两个会计年度的审计结果显示的净利润均为负值；②最近一个会计年度的审计结果显示其股东权益低于注册资本，即每股净资产低于股票面值；③最近一个会计年度的财务报告被注册会计师出具无法表示意见或否定意见的审计报告；④最近一个会计年度经审计的股东权益扣除注册会计师、有关部门不予确认的部分，低于注册资本；⑤最近一份经审计的财务报告对上年度利润进行调整，导致连续两个会计年度亏损。

（二）*ST股票

沪深交易所从2003年开始启用新标记“*ST”警示退市风险，即交易所对存在终止上市风险的公司，对其股票交易实行“警示存在终止上市风险的特别处理”，简称“退市风险警示”，在ST符号前加*，以充分揭示其股票可能被终止上市的风险。

（三）PT股票

PT是英文Particular Transfer（特别转让）的缩写。依据《公司法》和《证券法》规定，上市公司出现连续3年亏损等情况，其股票将暂停上市。沪深交易所从1999年7月9日起，对这类暂停上市的股票实施特别转让服务，并在其简称前冠以“PT”，称为PT股票。PT类股票的交易自2002年5月1日起已停止。

四、我国股权分置改革产生的新名词、新分类

2006年10月9日，在中国证券市场上随着一些股票“G股”标志

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的取消，另一些股票的简称前面又加上了“S”标志。这些新名词的出现都与中国证券市场的股权分置现象和“股改”进程密切相关。

（一）股权分置和“股改”、“对价”的含义

1. 股权分置

股权分置也称为股权分裂，是指中国 A 股市场上的上市公司股份按能否在证券交易所上市交易，被区分为“非流通股”和“流通股”。前者主要成分为国有股和法人股，约占 2/3，后者为社会公众股。这两类股票形成了“不同股不同价不同权”的市场制度与结构。

股权分置问题的产生，主要根源于早期对股份制的认识不统一，对证券市场的功能和定位的认识不统一，以及国有资产管理体制的改革还处在初期阶段，国有资本运营的观念还没有完全建立。截至 2004 年底，中国上市公司总股本 7 149 亿，其中非流通股份 4 543 亿，占上市公司总股本的 64%，国有股份在非流通股份中占 74%。

2. 股改

股改是股权分置改革的简称。一般是指上市公司的非流通股股东支付一定的对价给流通股股东，以取得股票的流通权。

3. 对价

对价（Consideration）一词最早出现在欧美的法律文献中，是指一方为了得到权利、权益、益处或是换取另一方的承诺，所付出的或所承诺的损失、所担负的责任或牺牲。在中国股权分置改革中，对价是指非流通股股东为了取得所持有的非流通股流通的权利而向流通股股东支付的相应的代价。其表达方式为流通股股东每 10 股获得多少股的补偿。

（二）股改新名词和新分类

1. G 股与 S 股

G 股是指完成股权分置改革后恢复上市交易的公司股票。G 是“股改”全拼“gugai”的头一个英文字母。标示 G 股的出发点是区分完成股改和未完成股改的两类公司，便于对完成股改的公司实施再融资等方面的优惠政策。

S 股是指未完成股权分置改革的公司股票。2006 年 10 月 9 日，随着中石化完成股改，完成股权分置改革的公司还原原来名称，即去掉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“G”，而对尚未完成股改的公司在其股票名称前加上“S”，所以业界称其为S股。

2. 限售股与解禁股

限售股是指股票持有人持有的，依照法律、法规规定或按承诺有转让限制的股份，包括因股权分置改革暂时锁定的股份，内部职工股，董事、监事、高级管理人员持有的股份等。

解禁股是指限售股过了限售承诺期，可以在二级市场自由买卖的股票。

3. 大非解禁股和小非解禁股

中国证监会2005年9月4日颁布的《上市公司股权分置改革管理办法》规定，改革后公司原非流通股股份的出售，自改革方案实施之日起，在12个月内不得上市交易或者转让；持有上市公司股份总数5%以上的原非流通股股东，在前项规定期满后，通过证券交易所挂牌交易出售原非流通股股份，出售数量占该公司股份总数的比例在12个月内不得超过5%，在24个月内不得超过10%，这意味着持股在5%以下的非流通股股份在股改方案实施后12个月即可上市流通。因此，“小非”是指持股量在5%以下的非流通股股东所持的股份；与此对应，“大非”则是指持股量在5%以上的非流通股股东所持的股份。

【案例1】 三一重工股改

2005年6月10日，三一重工（600031）成功实施股改，其股改对价方案是：每10股送3.5股和8元现金，以流通股股东93.44%的高赞成票顺利通过表决，开启了中国股改的破冰首航，也被市场誉为“中国股改第一股”。受其影响，当天上证指数暴涨超过8%。

资料来源：佚名．三一重工股改［N］．中国经营报，2005-12-17（5）．

【案例2】 三一重工自锁“限售股”两年

作为A股市场全流通时代正式到来的标志，三一重工控股股东三一集团所持股票根据当时股改的承诺于2008年6月17日实现全流通。但当天下午，三一集团郑重承诺，其6月17日解禁的51 812.62万股三一重工股份，自愿继续锁定两年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三一集团还同时承诺，自2008年6月19日起两年之内，若三一重工股票二级市场价格低于2008年6月16日收盘价的两倍即55.76元/股，三一集团将不通过二级市场减持所持有的前两年已经解禁的三一重工股份。此举或将对疲软的市场起到一定的刺激作用，同时给其他即将解禁的上市公司做出了榜样。在大股东三一集团做出两项承诺后，三一重工18日复牌以涨停报收。

资料来源：佚名．三一重工自锁"限售股"两年［N］．北京商报，2008-06-18（8）．

【案例3】 PT水仙退市——打破A股"只生不死"神化

2001年4月24日，PT水仙股票终止上市，它成为A股市场上第一只被摘牌的股票。中国证券市场只生不死的神话也因此成为了一段历史。

PT水仙也曾有过辉煌历史。1980年，公司前身——上海洗衣机厂创立时，是中国家电行业定点的二级骨干企业。和许多上市公司类似，真正使水仙电器迎来大发展的机遇来自于股市的融资。但好景不长，1995年起水仙电器的效益出现大幅下滑；1999年公司更是亏损了1.97亿元，沦为PT一族。

水仙上市公司亏损是各方面综合原因造成的，为了挽救亏损的局面，公司曾调整组建了新的领导班子，同时积极寻找资产重组的对象，大概先后找了30多家，也制订了很多重组的方案，但种种努力都没有改变公司最终退市的命运。2001年4月17日，PT水仙向上交所提交了《关于申请延长上市期限的报告》，并于次日起暂停"特别转让"服务。4月20日，上交所驳回了PT水仙的宽限申请。根据相关规定，水仙电器不得不走上退市之路。

资料来源：佚名．PT水仙退市——打破A股"只生不死"神化［N/OL］．（2001-04-23）．http：//finance.sina.com.cn/t/54891.html。

本章基本概念

股票　普通股票　优先股票　国有股　法人股　社会公众股　外资股　A股　B股　红筹股　多数投票制　累积投票制

复习思考题

1. 什么是股票？它有哪些特征？
2. 普通股有哪些权益？它和优先股有哪些区别？
3. 优先股一般具有哪些优先权利？公司为什么发行优先股？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4. 股东拥有新股优先认购权后，其处理权利的方式有几种?
5. 我国现行的股票有哪些类型?
6. H股与红筹股有何区别?

学习资料推荐

你可以参照深圳证券交易所网站通过“股东大会网络投票系统平台”了解股东参与上市公司决策的相关内容：http：//wltp.cninfo.com.cn/gddh/zxdt/index.html。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章

债　券



债券是一种重要的投资工具。本章重点阐述债券的含义及特征，分析债券与股票的主要区别，阐明债券的分类情况。通过本章的学习，使学生掌握债券投资工具的本质特征，熟悉债券各种分类，明白债券与股票的区别与联系，知晓中国债券发展及分类情况，提高对债券工具的认识。

第一节　债券的含义及特性

债券是历史上最早发行的证券，而且在现代经济社会中，债券的发行品种、规模和交易量都远远超过了其他证券，是除股票之外另一类比较重要的有价证券。

一、债券的含义

债券（Bond）是社会各类经济主体为筹集资金而向债券投资者出具的、承诺按一定利率定期支付利息并到期偿还本金的债权债务凭证。债券持有人有权在约定的期限内要求发行人按照约定的条件还本付息。债券属于确定请求权有价证券。

债券的发行最早始于12世纪末期的威尼斯共和国。18世纪以后，资产阶级国家市场经济有了较大的发展，它们纷纷发行债券为其政治经济活动融资。到19世纪末，以公司形式出现的商业组织猛增，开始大量地利用债券来筹集资金。延至今天，世界几乎所有国家特别是工业发达国家政府、地方政府及绝大部分公司都发行债券，债券已成为其筹措资金的重要手段。

本章建议阅读资料：
1. 中国证券业协会．证券业从业资格考试统编教材——证券市场基础知识［M］．北京：中国财政经济出版社，2012.
2. 吴晓求．证券投资学［M］．北京：中国人民大学出版社，2009.
3. 陈彼得，胡建军．债券投资［M］．南京：南京大学出版社，2008.
4. 邢天才，王玉霞．证券投资学［M］．大连：东北财经大学出版社，2007.
5. BODIE，KANE，ALAN J. Investments［M］. 5th Ed. NewYork：McGraw-Hill Companies，Inc，2002.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、债券的票面要素

债券作为证明债权债务关系的凭证，一般都要求要以一定格式的票面形式明确记载一些事项。这些事项主要包括：

1. 发行单位的名称。债券票面应该明确记载发行单位的名称，发行单位的名称应写全称，不能简写，以便投资者了解发行单位的状况。同时，这一要素指明了该债券的债务主体，也为债权人到期追索本金和利息提供依据，同时起到区别不同债券的作用。

2. 发行单位的地址。除众所周知的单位外，其他单位发行的债券都应明确记载发行单位住所地址，以便于投资者与发行者之间进行联系和核实。

3. 债券的面值。债券的面值包括面值的币种和面值的大小两个基本内容。面值的币种主要取决于发行者的需要和债券的种类。债券的面值大小不定，债券的面值代表投资者购买债券的本金数额，它是到期偿还本金和计算利息的基本依据。而且，不同的票面金额，可以对债券的发行成本、发行数额和投资者的分布产生不同的影响。

4. 债券的票面利率和计息方法。债券的票面利率是债券的利息与债券面值之间的比值。计息又可以分按单利、复利、固定利率及浮动利率等方法。不同的债券有不同的票面利率和计息方法，它直接影响到投资者的利益，因此，债券应明确记载其票面利率和计息方法。

5. 债券的偿还期限。债券的偿还期限是指从债券发行日起到本息偿还日止的时间。债券的偿还期一到，债券的持有者就可以按照票面金额从债券发行者那里收回本金。债券的偿还期限通常是固定的，但不同的债券偿还期限长短不一，有的只有几个月，有的却长达几十年。它的确定主要受发行者在一定时期内可以调配的资金数额、对未来利率的预期、证券市场的发达程度、投资者的购买意向、心理状态和行为偏好等因素的影响。

6. 债券的发行日期。债券的发行日期是确定其计息时间的基础，是影响投资者权益的重要因素。因此，债券票面必须载明其发行日期。

7. 发行单位的印记。发行单位的印记是证明债券发行者的重要依据。因此，任何债券必须载明发行单位的印记。

8. 债券号码。债券票面应载明其发行序号。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以上是债券的基本记载事项，除此之外，债券发行机关还应根据具体情况在票面上记载其他一些需要明确的有关事项。

三、债券的基本特征

债券作为一种重要的融资手段和金融工具具有如下特征：

1. 债券的偿还性。债券一般都规定有偿还期限，发行人必须按约定条件偿还本金并支付利息。债券的偿还性使得资金使用者不能无限期地占用债券购买者的资金，换言之，他们之间的借贷经济关系将随偿还期结束、还本付息手续完毕而不复存在。

2. 债券的安全性。与其他有价证券相比，债券的安全系数较大，投资者遭受损失的可能性小。这是因为：首先，除浮动利率债券以外，债券在发行时的利率基本上已确定，收益比较稳定；其次，债券本息的偿还和支付有法律上的保障，有的还有相应的资产抵押或公司作担保；再次，债券的发行必须具备一定的条件，而且要经过严格的审查，对发行量也有严格的限制；最后，与股票相比，在企业破产时，债券待有者享有优先于股票持有者对企业剩余资产的索取权。

当然，债券投资也具有风险性，这种风险主要来自三个方面：①因债务人破产不能全部收回债券本息所遭受的损失；②因市场利率上升导致债券价格下降所遭受的损失；③通货膨胀风险，由于债券利率固定，再出现通货膨胀时，实际利息收入将下降。但债券投资的这些风险与股票投资相比，风险仍然较低。

3. 债券的流通性。债券一般都可以在流通市场上自由转让，这样当投资者在债券到期前由于各种原因需要资金时，就可以随时在证券市场上变现提前收回本金。流动性首先取决于市场对转让所提供的便利程度；其次还表现为债券在迅速转变为货币时，是否在以货币计算的价值上蒙受损失。

4. 债券的收益性。收益性是指债券能为投资者带来一定的收入。在实际经济生活中，债券的收益性主要表现在两个方面：一是债权人将债券一直保持至期满日为止，这样，在债券存续期内，可以按约定的条件分期、分次取得利息或者到期一次取得利息；二是投资者在债券到期前可以利用债券价格的变动买卖债券赚取差价。另外，有一部分公司债券允许其持有者在一定条件下将其转换成另一种金融工具，如公司股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

等。发行可转换的公司债券，转换条件需事先在契约中明确，关于可转换公司债券，我们将在以后章节中介绍。

四、债券与股票的比较

债券与股票一样，都属于有价证券，都是虚拟资本，它们本身无价值，但又都是真实资本的代表。持有债券或股票都拥有取得发行单位一定收益的权利，并能进行权利的发生、行使和流通转让活动。二者都在证券市场上交易，并构成了证券市场的两大支柱。二者都是企业筹措资金的手段。但二者却存在着以下不同点：

1. 权利不同。股票表示的是对公司的所有权，而债券所表示的只是一种债权；股票投资者有参加公司经营管理的权利，而债券投资者则没有参加经营管理的权利。

2. 目的不同。发行股票是股份公司筹集资本的需要；发行债券则是追加资金的需要。发行股票所筹措的资金列入公司资本；发行债券所筹措的资金列入公司负债。

3. 期限不同。股东把资本交给公司后，资本即归公司支配，非到停业清理或解散，资本是不能退还给股东的。因此股票是一种无期投资，或称永久投资。债券有到期日，期满时债务人必须按时归还本金，因此，债券是一种有期投资。

4. 投资风险不同。股票大于债券。因为：第一，从报酬支付顺序上看，债券获得报酬优先于股票。因为债券利息是公司的固定支出，属于费用范围，在上缴所得税之前支付；股票的股息红利要看公司经营的盈亏而定，多盈可以多分、亏损可以不分，股利要在税后盈利中支付，而且支付顺序列在债券利息支付和上缴所得税之后。第二，倘若公司破产，清算资产有余额偿还时，债券偿付在前，股票偿付在后。第三，在二级市场上，债券因其利率固定，期限固定，因此，市场价格也较稳定，投机性很小；而股票无固定的期限和利率，受各种宏观因素和微观因素的影响，市场价格波动频繁，且投机性很强。

5. 流通性不同。股票和债券都具有很强的流通性，但程度有明显差别。一般情况下，债券因有期限，流通性远不如股票。

6. 收益不同。债券通常有规定的利率，可获得固定的利息。股票的股息红利不固定，一般视公司的经营情况而定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7. 发行单位不同。发行债券的经济主体很多，中央政府、地方政府、金融机构、公司组织等一般都可以发行债券，但能发行股票的经济主体只有股份有限公司。

第二节　债券的种类

债券是一种重要的筹资工具，因发行主体、期限、利率以及筹资用途不同，可以划分为不同的种类。

一、债券的基本分类

债券不仅种类繁多，并且在不同的国家，不同地区其分类方法也不一致，其基本分类方法主要有以下几种：

（一）按发行主体分类

1. 政府债券

政府债券是政府或政府代理机构为弥补预算赤字，筹集建设资金及归还旧债本息等而发行的债券。按照政府级别不同，又可具体分为国家债券、政府机构债券、地方政府债券等。

（1）国家债券，即国债，是指由中央政府或财政部门发行的债券。它是政府筹集资金的一种方式，是国家信用的主要形式。根据举借国债对筹集资金使用方向的规定，可将国债分为赤字国债、建设国债、战争国债和特种国债。国债有最高的信用度，一般没有信用风险，因此在债券市场特别发达的英国市场又被称为“金边债券”。这种债券一般可享受税收优惠，是最受投资者欢迎的金融资产之一。

（2）政府机构债券，是指各国政府有关机构发行的债券。它一般由中央政府担保，具有准国债的性质，有较高的信誉，如美国的联邦政府代理机构债券、日本的政府保证债券等，也是债券投资者的重要投资对象。

（3）地方政府债券，又称市政债券（Municipal Bond），是指由市、县、镇等地方公共机关为进行当地经济开发、公共设施建设等发行的债券，如美国的市政府债券、日本的地方债券等。地方债券一般以地方财政做担保，其安全性与国家债券差不多。但由于其地方性，流通区域有限，因此不易转让。地方政府债券也享有免税待遇。

2. 金融债券

金融债券（Financial Bond）是银行或非银行金融机构为筹措中长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期信用资金而向社会发行的一种债务凭证，如日本的附息金融债券、美国的国民银行从属债券等，它是银行资产负债管理的重要手段。其利率往往介于国债和公司债两种债券利率之间，也是很受欢迎的一种较好的投资工具。金融债券又可具体分为全国性金融债券和地方性金融债券。

3. 公司债券

公司债券（Corporate Bond）是公司为筹集投资资金而发行的一种债务凭证。公司发行债券多为筹集长期资金、扩大经营规模，因此，公司债券多为长期债券，同政府债券相比，其风险性相对较大，因此利率也较高。通常，国家为保护投资者利益，对公司债券在发行数额、发行时间、债券期限、利率等方面都有较严格的规定。公司对公众发行债券，要经有关部门审查批准。公司债券的发行主体是股份公司，但是有些国家也允许非股份制企业发行债券，所以，归类时，可以将公司债券和企业发行的债券合在一起，称为“公司（企业）债券”。

4. 国际债券

国际债券是指各主权国家政府、金融机构、信誉好的大公司以及国际机构等，在本国以外的国际金融市场上以外国货币为面值、向外国投资者发行的债券。发行国际债券主要是为了弥补发行国政府的国际收支逆差；弥补发行国政府的国内预算赤字；实施国际金融组织的经济开发计划；增加大型工商企业或跨国公司的营运资金，扩大经营范围。其主要特点是资金来源广、发行规模大，存在汇率风险，有国家主权保障，以自由兑换货币作为计量货币。

国际债券依所用货币与发行地点不同，又可具体分为外国债券和欧洲债券。

（1）外国债券（Foreign Bonds）。这是指某一国借款人在本国以外的某个国家发行以发行所在地国家货币为面值并还本付息的债券。它的特点是债券发行人属于一个国家，债券的面值货币和发行市场则属于另一个国家。发行外国债券，通常要在债券发行所在国的一个较大的国内市场注册，由该市场内的公司负责包销，并主要在该市场内出售。发行外国债券的优点是能够筹集到期限较长又可以自由运用的外汇资金。但它要受到政府的严格检查和控制，发行时除受本国外汇管理法规的约束外，还要受到发行所在国有关法规的限制。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

外国债券是一种传统的国际债券，主要有美国、瑞士、德国和日本四大市场。常见品种有：

①扬基债券（Yankee Bonds）。在美国发行的外国债券被称为扬基债券，它是由非美国居民在美国市场发行的，以美元为面值并还本付息，吸引美国资金的债券。

②武士债券（Samurai Bonds）。在日本发行的外国债券称为武士债券，它是非日本居民在日本债券市场发行的，以日元为面值并还本付息，吸引日本资金的债券。

③龙债券（Dragon Bonds），亦称小龙债券。亚洲开发银行将其定义为：是指在日本以外的亚太地区定价、推出和组织包销的债券，最少要在三个亚洲金融中心（中国香港、新加坡及中国台北）中的两个上市，并在亚洲地区买卖。龙债券的期限一般都在3~10年之间，尤以3年、5年居多。一般属到期还本、每年付息一次的长期固定利率债券，或者是以美元计价，以伦敦银行间同业拆放利率为基准，每一季或每半年重新确定一次利率的浮动利率债券。龙债券多数是以美元标价，也有用加拿大元、澳元和日元标价的。龙债券的发行人来自亚洲、欧洲、北美洲和南美洲，投资者则主要来自亚洲主要国家。1993年10月，我国财政部首次发行龙债券，受到了投资者的欢迎。

④熊猫债券（Panda Bonds）。这是指国际多边金融组织在中国发行的人民币债券。2005年10月14日，亚洲开发银行（ADB）与国际金融公司（IFC）在银行间债券市场正式推出熊猫债券，发行额度10亿元人民币，期限10年，票面利率采用簿记建档方式确定，募集资金用于满足普通业务的需要，特别是中国的项目融资。中银国际为主承销商。

（2）欧洲债券（Euro-Bonds）。这是指某一国借款人在本国境外市场发行的，不以发行市场所在国货币，而是以另一种货币为面值并还本付息的债券。它的特点是债券发行者、债券发行地点和债券面值所使用的货币可以分别属于不同的国家。由于它不以发行市场所在国的货币为面值，故也称无国籍债券。欧洲债券除可以用单独货币发行外，还可以用复合货币单位发行，如特别提款权。欧洲债券一般不记名，可以通过国际债券市场上的经纪人或包销商来出售，而不必在任何特定的国内资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金市场上注册或者销售。因此，欧洲债券无须像外国债券那样受发行所在地国家有关法规的限制。欧洲债券是在20世纪60年代初期随着欧洲货币市场的形成而出现和发展起来的，到80年代，欧洲债券发行规模已超过国际债券发行总额的50%，目前，欧洲债券已成为各经济体在国际资本市场上筹措资金的重要手段。

（二）按债券的期限分类

债券根据其偿还期限的长短，可分为短期债券、中期债券和长期债券。

1. 短期债券（Treasury Bill），是指偿还本金的期限在1年以下的债券，通常有3个月、6个月、9个月、12个月等。例如，美国的短期国库券期限通常为3个月、6个月，最长不超过1年；英国的国库券通常为3个月；日本的短期国债为2个月等。

2. 中期债券（Treasury Note），是指本金偿还期限在1年以上，10年以下的债券。例如，美国联邦政府债券中的1～10年期的债券；日本的期限为2～4年的中期附息国家债券，贴现国家债券的期限为5年；中国发行的国库券大多为3～5年等。

3. 长期债券（Treasury Bond），是指本金偿还期限在10年以上的债券。例如，美国联邦政府债券中的10～30年期国家债券；日本的期限为10年的长期附息国家债券；英国的期限为15年以上的长期金边债券等。这里需要强调的是，有的长期债券不偿还本金，只是按期支付利息，除因发行公司破产或有重大债务不能履行其义务等情况外，一般不能要求偿还本金，也有人称这种债券为无期债券。

当然，现实生活中，由于不同国家、不同地区、不同性质的债券有不同的特点和划分习惯，因此其期限划分标志也不完全一致。

（三）按计息方式分类

按计息方式分类，债券可分为单利债券、复利债券和累进利率债券等。

1. 单利债券（Simple Interest Bond），是指在计算利息时，不论期限长短，仅按本金计息，所生利息不再加入本金计算下期利息的债券。

2. 复利债券（Compound Interest Bond），与单利债券相对应，是指计算利息时，按一定期限将所生利息加入本金再计算利息，逐期滚算的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债券。

3. 累进利率债券（Progressive Rate Bonds），是指以利率逐年累进方法计息的债券。与单利债券或复利债券利率在偿付期内固定不变不同，累进利率债券的利率随着时间的推移而递增，后期利率比前期利率高，呈累进状态。这种债券的期限往往是浮动的，但有最短持有期和最长持有期的规定。这种债券有利于调动投资者的投资积极性，刺激投资者长期持有债券，它一般适用于中长期债券。

（四）按利率是否固定分类

按利率是否固定分类，可将债券分为固定利率债券和浮动利率债券。

1. 固定利率债券（Fixed Rate Bond），是指在债券发行时就已经明确规定了固定不变利率的债券。这种债券在该偿还期内，无论市场利率如何变化，债券持有人只能按债券票面载明的利率获取债息。固定利率债券不考虑市场变化因素，因而其筹资成本和投资收益可以实现预期，不确定性较小，但债券发行人和投资者仍然必须承担市场利率波动的风险。

2. 浮动利率债券（Floating Rate Bond），是指利率可随市场利率的变动作相应调整的债券。这种债券的利率与市场利率挂钩，一般高于市场利率的一定百分点。有的还规定有浮动的上、下限。这样，浮动利率债券就可以避开因市场利率波动而产生的债券的实际收益率与市场收益率之间出现任何重大差异。它一般适用于中长期债券。

（五）按利息的支付方式分类

债券的利息支付方式与债券的形态、期限等有关，通常可分为息票累积债券、附息票债券和贴现债券。

1. 息票累积债券，也称到期一次性还本付息债券，是指债券利息按票面利率计算，债券到期后一次还本付息的债券。这种利息支付方式一般适用于中短期债券，多数采取债券到期后，一次偿还本金支付利息的方法，是现实生活中常见的债券形式。

2. 附息票债券（Coupon Bond），又称定息债券。它是指债券上附有各期领取利息凭证，每年在付息日以息票领取利息的债券。附息票债券发行时规定的利率不变。在利息到期时，将息票剪下来，凭此领取本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期的利息。息票一般要求必须有编号，并载有应付利息的日期和金额。这种利息支付方式主要适用于中长期债券。另外，息票本身也是一般有价证券，也可流通转让。

3. 贴现债券（Discount Bond），是指以面额为基础，将债券利息用贴现的方式先行扣除，采用低于面额的价格发行，到期后按面额偿还的债券。这种债券和利息是预先支付的，债券发行价格与其面额的差额即为利息。这种利息支付方式主要适用中短期债券。

（六）按债券的信用形式分类

债券按其信用形式分为信用债券、抵押债券、保证债券三大类。

1. 信用债券，是指仅凭债券发行人的信用，不提供任何抵押品或担保人而发行的债券。一般政府债券、金融债券都属于信用债券。当然，一些信誉较高的企业也可以发行信用债券，但为保证投资者利益，企业发行信用债券需对发行企业有许多的约束，如企业不得随意增加其债务，在信用债券未清偿前，股东分红须有限制等。

2. 抵押债券，是指以特定财产为抵押品而发行的债券。在发债人不能按期还本付息的情况下，债券持有人对抵押财产有留置权，即拥有出售抵押财产来获得其未偿债务的权利。

抵押债券具体细分为不动产抵押债券和质押债券两类。

不动产抵押债券（Mortgage Bond），是指为保证本金的偿还，而将土地、房屋、林木等地上定着物及建筑物的固定设备等不动产作为抵押品而发行的债券。在现代公司债券中，抵押公司债券占很大的比重。抵押公司债券所提供的抵押品多为整个企业或全部机器设备，使债权人感到安全可靠。当同一抵押品价值很大时，可以设定若干个抵押权，并按债权人受偿的先后次序，分为第一抵押权、第二抵押权、第三抵押权等。当抵押品被拍卖后，所得的价款按次序清偿，直至价款用完。如有剩余应退还抵押人。

质押债券（Pawns The Bond），是指为保证本金的偿还，发行人以自己拥有的动产或权利作为抵押品而发行的债券。通常，发行这种债券须将作为担保品的动产（如汽车、船）和证券（如子公司股票或其他公司证券），交给作为受托人的信托机构，当债券发行单位到期不能清偿时，即由受托人处理抵押的动产和证券，并代为偿债。在美国，这种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债券被称为“抵押品信托债券”。

3. 保证债券，是指由第三者担保偿还本息的债券。发行这种债券的担保人可以是政府、银行、举债公司的母公司、其他企业等。它可以提高债券信誉，扩大销路，减轻发行单位的利息负担。

（七）按债券形态分类

根据债券券面形态可分为实物债券、凭证式债券和记账式债券。

1. 实物债券，是一种具有标准格式实物券面的债券。在券面上一般印有债券面额、债券利率、债券期限、债券发行人全称、还本付息方式等各种债券票面要素。它是一般意义上的债券，很多国家都通过法律或者法规对实物债券的格式予以明确规定。实物债券属于无记名国债。

2. 凭证式债券，它的形态是一种收款凭证，而不是债券发行人制作的标准格式的债券。我国1994年通过银行系统开始发行凭证式国债。票面上不印制票面金额，而是根据认购者的认购额填写实际的缴款金额，是一种国家储蓄债，可记名、挂失，以“凭证式国债收款凭证”记录债权，不能上市流通，从购买之日起计息。在持有期内，可以到原购买网点提前兑取。提前兑取时，除偿还本金外，利息按实际持有天数及相应的利率档次计算，经办机构按兑付本金的2‰收取手续费。

3. 记账式债券，是没有实物形态的票券，只在证券交易所电脑账户中做记录。投资者进行记账式债券买卖，必须在证券交易所设立账户。由于记账式债券的发行和交易均无纸化，因此，效率高、成本低、交易安全。

（八）按是否记名分类

按是否需要记名，债券分为记名债券、无记名债券和交换债券。

1. 记名债券，是券面需要记载债权人姓名的债券。这种债券在领取本息时，除需凭借债券本身外，还需凭持有人印鉴。转让时要重新登记，流动性较差。

2. 无记名债券，是券面无须记载债权人姓名的债券。这种债券可凭债券本身或息票领取利息，转让时无需重新登记，流动性较好。

3. 交换债券，是指在公司同时发行记名债券和无记名债券时，债权人可随时提出将记名债券转换成无记名债券，或将无记名债券转换成记名债券的债券。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（九）按债券募集方式分类

债券按其是否公开募集可分为公募债券和私募债券。

1. 公募债券，是指向社会公开销售的债券。这种债券不是向指定的少数投资者出售，而是向社会所有可能的投资者出售。因此，必须遵守信息公开制度，以保护投资者利益。一般发行时要请有关部门审批，并需经公认的资信评价机构评级。

2. 私募债券，是指仅向发行单位内部或与发行单位有特殊关系的投资人发售的债券。私募债券发行的范围较小，不需要公开审报，债券的转让也受到一定限制，流动性较差。

二、我国债券的主要分类

中华人民共和国建立后已发行过许多债券，主要包括国家债券、地方政府债券、政府支持机构债券和政府支持债券、金融债券、企业债券与公司债券、国际债券等。

（一）国家债券

中华人民共和国成立后，我国国债发行基本上分为两个阶段，20世纪50年代是第一阶段，20世纪80年代以来是第二阶段。

20世纪50年代，我国发行过两种国债：一种是1950年1月为弥补财政赤字，遏止通货膨胀而发行的“人民胜利折实公债”，实际发行额折合人民币为2.6亿元，截止到1956年11月30日，该债券已经全部还清本息；另一种是1954年至1958年，我国进入第一个五年计划建设时期以后，为了加速国家经济建设，中央政府决定为筹集建设资金而连续发行“国家经济建设公债”，一共发行过5次，累计发行金额39.35亿元人民币，至1968年，这些债券已经全部偿清。此后20余年内，我国再没有发行任何债券。

进入20世纪80年代，随着改革开放的不断深入，我国国民收入分配格局发生了变化，政府财政收入占国民收入的比重逐步下降，部门、企业和个人占的比重上升，同时也为了更好地利用国债调节经济，中央政府于1981年恢复发行国债。1981年以后，我国发行的国债品种有：

1. 普通国债。目前，我国发行的普通国债在实物形态上有凭证式国债、记账式国债和储蓄国债（电子式）。发行期限趋于多样化。从1994年开始，一方面发行3个月、6个月、1年、2年的中短期国债，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另一方面开始发行 10 年、15 年、20 年、30 年期的长期国债。目前国债最长的期限是 50 年，发行规模越来越大，发行方式也趋于市场化。

2. 其他类型国债。为适应国家经济发展和筹措财政资金的需要，1987 年以来，财政部曾发行多种其他类型的国债，主要有国家重点建设债券、国家建设债券、财政债券、特种债券、保值债券、基本建设债券等。

（二）地方政府债券

地方政府债券是政府债券形式之一，在新中国成立初期就已经存在。如 1950 年，东北人民政府发行过东北生产建设折实公债。但 1981 年恢复国债发行以来，却未发行地方政府债券。1998—2004 年实施积极的财政政策时，国债发行总规模中有少量中央政府代地方政府发行的债券。2009 年，为了应对国际金融危机，增强地方安排配套资金和扩大政府投资的能力，国务院决定，在规模控制的前提下允许地方政府发行债券。2011 年 10 月，财政部发布《2011 年地方政府自行发债试点办法》。自行发债是指试点省（市）在国务院批准的发债规模限额内，自行组织发行本省（市）政府债券的发债机制。办法中规定发行的政府债券为记账式固定利率付息债券，期限为 3 年和 5 年。尽管“自行发债”不同于“自主发债”，但是迈出了地方政府拥有财政自主权的重要一步。

（三）政府支持机构债券和政府支持债券

为了探索国有金融机构注资改革的新模式，中央汇金投资控股有限责任公司（简称汇金公司）于 2010 年在全国成功发行了两期人民币债券，共 1 090 亿元。汇金债券被命名为政府支持机构债券。经国家发展改革委员会批准，2011 年铁道部在银行间债券市场发行中国铁路建设债券，发行规模是 1 000 亿元人民币，债券分 4 期发行，期限有 7 年、10 年和 20 年期。铁道部发行的中国铁路建设债券为政府支持债券。

（四）金融债券

1982 年 1 月，中国国际信托投资公司首次在国际市场上发行金融债券。1985 年，工行、农行开始在国内发行金融债券，随后，建行、中行、交行陆续发行了人民币金融债券。债券筹集的资金用于国家规定的专门项目，称为特种贷款。1993 年，中国投资银行被批准在境内发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行外币金融债券，这是我国首次发行境内外币金融债券。1994 年，随着政策性银行的成立，发债主体也由商业银行转向政策性银行，政策性金融债券也相应出现，当年仅国家开发银行就发行了 7 次金融债券，总金额达 758 亿元人民币。1997—1998 年，经中国人民银行批准，部分金融机构发行了特种金融债券，所筹集资金专门用于偿还不规范证券回购交易所形成的债务。这是因为在 1995 年国债"327"风波中，少数金融机构和交易场所在国债回购交易业务中违反央行、财政部、证监会的有关规定，买空卖空国债，利率过高，期限过长，资金用途也不合理，扰乱了货币市场秩序，使大量已经到期的国债回购合同不能按期履约还款，出现了严重的资金拖欠，拖欠金额达 800 亿元。目前我国的金融债券在全国银行间债券市场发行和交易。2005 年 6 月发布的《全国银行间债券市场金融债券发行管理办法》中规定，我国金融债券主要品种有：政策性金融债券、商业银行债券、证券公司债券和债务、保险公司次级债务、财务公司债券、金融租赁公司和汽车金融公司的金融债券、资产支持证券。

（五）企业债券与公司债券

我国证券市场上同时存在企业债券和公司债券。

我国企业发行债券，多数是从 1984 年和 1986 年开始的，大致经历了萌芽期（1984—1986）、发展期（1987—1992）、整顿期（1993—1995）、再度发展（1996—）四个阶段。1997 年 3 月，经国务院批准，我国上市公司开始发行可转换公司债券。2006 年 5 月，中国证监会颁布的《上市公司证券发行管理办法》中首次提出上市公司可以公开发行认股权和债券分离交易的可转换公司债券。2007 年 8 月，中国证监会正式颁布实施《公司债券发行试点办法》，标志着我国公司债券发行工作的正式启动。

我国企业债券和公司债券的区别：

1. 发行主体的范围不同。企业债券主要是以大型的企业为主发行的；公司债券的发行不限于大型公司，一些中小规模公司只要符合一定法规标准，都有发行机会。

2. 发行方式以及发行的审核方式不同。企业债券的发行采取审批制或注册制；公司债券的发行采取核准制，引进发审委制度和保荐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

制度。

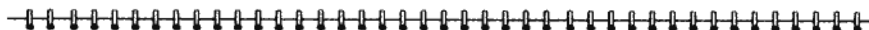
3. 担保要求不同。企业债券较多地采取了担保的方式，同时又以一定的项目（国家批准或者政府批准）为主；公司债券募集资金的使用不强制与项目挂钩，包括可以用于偿还银行贷款、改善财务结构等股东大会核准的用途，也不强制担保，而是引入了信用评级方式。

4. 发行定价方式不同。《企业债券管理条例》规定，企业债券的利率不得高于银行相同期限居民储蓄定期存款利率的40%；公司债券的利率或价格由发行人通过市场询价确定。

（六）国际债券

为利用国外资金，加快我国的建设步伐，自20世纪80年代初期以来，我国先后在中国香港 、东京、法兰克福、伦敦，以及新加坡、美国等国家和地区发行国际债券，发行币种包括日元、港币、德国马克、美元等。从债券的期限结构来看，有1年、5年、7年、10年、30年等数个品种，特别是1996年，在美国市场发行了10年期扬基债券，极大地提高了我国政府的国际形象。2009年9月8日，中央政府又在香港地区发行了60亿元人民币国债，这是中央政府首次在内地以外地区发行人民币国债，开启了人民币离岸业务的新里程。目前，我国利用国际债券市场筹集资金，主要的债券品种有：政府债券、金融债券和可转换公司债券。

【案例】 （000429、200429）粤高速A：2009年公司债券发行公告



1. 债券名称：广东省高速公路发展股份有限公司2009年公司债券。

2. 发行总额：80 000万元。

3. 票面金额：100元/张。

4. 发行数量：800万张。

5. 发行价格：按面值平价发行。

6. 债券期限：5年期。

7. 本期债券票面利率预设区间为4.9%～5.4%。

8. 还本付息的期限和方式：本期公司债券采取单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。

9. 起息日：本期公司债券的起息日为公司债券的发行首日，即2009年9月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

21日。

10. 付息日：2010年至2014年间每年的9月21日为上一计息年度的付息日（遇节假日顺延，下同）。

11. 到期日：2014年9月21日。

12. 担保方式：本期债券由广东省交通集团有限公司提供全额不可撤销的连带责任保证担保。

13. 资信评级情况：经中诚信证券评估有限公司综合评定，发行人主体信用等级为AA+，本期债券信用等级为AAA。

14. 债券受托管理人：中国国际金融有限公司。

15. 本次发行对象：

网上发行：持有登记公司A股证券账户的自然人、法人、证券投资基金、符合法律规定的其他投资者等（国家法律、法规禁止购买者除外）。

网下发行：在登记公司开立合格证券账户的机构投资者（法律、法规禁止购买者除外）。

16. 发行方式：本期债券发行采取网上面向社会公众投资者公开发行和网下面向机构投资者询价发行相结合的方式。网上认购按“时间优先”的原则实时成交，网下认购采取机构投资者与保荐人（主承销商）签订认购协议的形式进行。

本期债券网上、网下预设的发行数量分别占发行规模的比例为10%和90%。公司和保荐人（主承销商）将根据网上/网下发行情况决定是否启动网上/网下双向回拨机制。

17. 网上发行时间：网上发行时间为1个工作日，即发行首日2009年9月21日深交所交易系统的正常交易时间。如遇重大突发事件影响本次发行，则顺延至下一交易日继续进行。网上投资者通过深圳证券交易所交易系统参加认购，网上发行代码为“101699”，简称为“09粤高速”。参与本次网上发行的每个证券账户最小认购单位为10张（1 000元），超过10张的必须是10张的整数倍。网上认购次数不受限制。

18. 网下发行时间：本期公司债券网下发行的期限为3个工作日，即发行首日2009年9月21日至2009年9月23日每日的9：00—17：00。

网下发行仅面向机构投资者。机构投资者通过与保荐人（主承销商）签订认购协议的方式参与网下协议认购。机构投资者网下最低认购数量为10 000张（100万元），超过10 000张的必须是10 000张的整数倍。

19. 承销方式：本期债券由主承销商中国国际金融有限公司组织承销团，以承销团余额包销的方式承销。

20. 上市地：深圳证券交易所。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

21. 上市时间：发行人在本期发行结束后尽快向深交所申请上市，具体上市时间将另行公告。

22. 本期债券上市后可进行新质押式回购交易，具体折算率等事宜按中国证券登记结算有限责任公司相关规定执行。

资料来源：深圳证券交易所上市公司公告．2009－09－17. http：//disclosure. szse. cn/m/finalpage/2009-09-17/57061589.

本章基本概念

债券　附息票债券　贴现债券　欧洲债券　外国债券　凭证式国债　记账式债券

复习思考题

1. 什么是债券？它具有哪些基本特征？
2. 简述债券与股票的区别与联系。
3. 简述债券的分类。
4. 什么是实物券式、凭证式和记账式债券？
5. 什么是欧洲债券？与外国债券有什么区别？
6. 为什么说国际债券具有良好的发展前景？

学习资料推荐

你可以到财政部官网政策发布版块查看“关于印发《储蓄国债（电子式）管理办法》的通知（2013-02-04）”，了解我国储蓄国债（电子式）的基本情况：http：//gks. mof. gov. cn/zhengfuxinxi/guizhangzhidu/201301/t20130129_ 730853. html。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章

证券投资基金



证券投资基金是当今社会最受大众欢迎的信托投资工具，它为中小投资者在金融市场上分散风险、共同获利打开了方便之门。本章将重点阐明投资基金的含义、性质及特征，阐明投资基金的各种分类及意义，分析投资基金同股票、债券的关系，考察中外投资基金的发展历程，考察投资基金的投资运作制度规定等内容。通过本章的学习，使学生掌握投资基金运作原理，掌握各种证券投资基金特别是开放式基金与封闭式基金的区别及其在证券市场中的作用，了解投资基金的投资运作及我国投资基金的现状和发展情况。

第一节 证券投资基金概述

证券投资基金始创于19世纪中叶的英国，发展于美国，普及于日本、德国、法国、中国的香港和台湾等众多国家和地区。100多年来特别是20世纪80年代中后期，随着社会经济的发展，世界投资规模的剧增，各种名目的投资基金风起云涌，形成了一个庞大的产业，已成为继股票、债券之后又一个非常重要的投资工具。

一、证券投资基金的含义

证券投资基金（Securities Investment Fund）是指一种利益共享、风险共担的集合证券投资方式，即专门的投资机构通过公开发行基金股份或基金受益单位凭证方式，集中投资者的资金汇集成基金，然后交由基金托管人托管，由专业性投资机构（基金管理人）管理和运用资金，以资产组合方式从事股票、债券等金融工具投资，并将投资收益按基金投资者的投资比例进行分配的一种间接投资方式。

本章建议阅读资料：

1. 中国证券业协会．证券业从业资格考试统编教材——证券投资基金［M］．北京：中国财政经济出版社，2012.
2. 陈伟忠．组合管理与投资基金管理［M］．北京：中国金融出版社，2004.
3. 列维．投资学［M］．任淮秀，译．北京：北京大学出版社，2000.
4. 曹凤岐，刘力，姚长辉．证券投资学［M］．北京：北京大学出版社，2000.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作为一种大众化的信托投资工具，各国对基金的称谓有所不同。美国称之为“共同基金”（Mutual Fund），英国及我国香港地区称之为“单位信托基金”（Unit Trust），日本和我国台湾地区称之为“证券投资信托基金”，其他国家和地区有称之为“互助基金”、“互惠基金”、“投资基金”的，也有称之为“基金”的。虽然称谓不同，但内容及操作却有很多共性，在本书中，我们称为“证券投资基金”。

二、证券投资基金的产生与发展

从投资基金的发展历史来看，投资基金产生于市场经济较为发达的资本主义发展时期。

（一）证券投资基金的起源

投资基金产生于英国，18世纪的产业革命与海外扩张为英国积累了大量的社会财富，使得国民收入大幅增加，居民储蓄迅猛增长，国内资金出现过剩的局面。而国内存贷款利率较低、投资收益率不断下降，迫使剩余资金在海外寻求投资出路，以实现资本的保值与增值。但是，当时大多数投资者缺乏国际投资知识，难以直接参与海外投资。于是，人们便萌发了众人集资、委托专人经营和管理的想法。这一想法得到英国政府的支持。1868年由英国政府出面组建了海外和殖民地政府信托组织，公开向社会发行收益凭证。“海外和殖民地政府信托”是公认的第一个公众投资信托基金，它以投资于国外殖民地的公司债为主，总额达48万英镑，信托期限为24年。该基金类似股票，不能退股，也不能兑现，认购者的权益仅限于分红和派息。从该基金的实际运作情况看，投资者得到的实际回报率达7%以上，远远高于当时3.3%的英国政府债券利率。

（二）证券投资基金在美国的迅速发展

虽然美国在1893年成立了第一家封闭式基金——“波士顿个人投资信托”，但美国基金业的真正发展是在第一次世界大战后。自1924年组建第一家开放式互惠基金——“马萨诸塞投资信托基金”开始，其后的几年中，美国基金业迅猛发展，1929年基金资产高达70亿美元，是1926年的7倍多。20世纪30年代，基金受大萧条的影响发展陷入低谷。1933年，美国颁布了《证券法》，1934年又颁布了《证券交易法》，特别是1940年颁布的《投资公司法》详细规范了共同基金的组

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成及管理要件，为基金投资者提供了完整的法律保护，从而奠定了美国共同基金规范发展的基础。第二次世界大战之后，美国的共同基金出现了高速成长的势头。

（三）证券投资基金扩散到世界各地

投资基金专业化管理、分散投资的优势在第二次世界大战后获得了突飞猛进的发展，很快扩散到世界各地。其中，日本 1948 年颁布了《证券投资公司法》，并于 1951 年颁布了《证券信托法案》；联邦德国于 1957 年颁布了《投资公司法案》。20 世纪 70 年代以来，随着世界经济规模的剧增和现代金融业的不断创新，品种繁多、名目各异的基金“风起云涌”，已经形成了一个庞大的产业，基金业与银行业、证券业、保险业并驾齐驱，成为现代金融体系的四大支柱之一。

三、证券投资基金的性质

证券投资基金属于金融信托的一种，反映了投资者与基金管理人、基金托管人之间的“委托—代理”关系。

证券投资基金在证券市场上具有多重身份。首先，它是投资客体，供投资者选择，并以此为手段获取收益；其次，它是投资主体，将筹集的资金投资于股票、债券等有价证券，成为证券市场上重要的机构投资者；再次，它又是专业的投资中介，接受投资者的委托，代理证券投资事宜，并取得相应费用，成为联结社会公众投资者和筹资者的桥梁。

四、证券投资基金的主要特征

证券投资基金之所以在许多国家受到投资者的青睐，这与它独具特色的集诸多优点于一身的特点有关：

1. 集合投资。中小投资者用于证券投资的资金比较小，从几千元到几十万元不等，这样小的资金在庞大的证券市场上犹如一盘散沙，难以抗击市场的狂风巨浪。投资基金的特点是将众多的分散的小额资金汇集起来，主要是将中小投资者的小额资金汇集为一个整体，形成规模巨大的基金，这样就可以分散投资于数十种甚至数百种有价证券，投资者就可以将风险更大程度地分散。投资基金设定的最低投资额不高，投资者可以根据自己的经济实力决定购买数量，从而解决了中小投资者“钱不多、入市难”的问题。投资基金的费用通常也较低。因为，个人投资者进入证券市场往往需要缴纳一定的交易手续费，而投资基金将资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金集中起来进行交易，可以享受大额投资在降低成本上的相对优势，大大降低手续费用的费率。又因为投资基金的费用低，投资者可以随时购买或卖出受益凭证，所以当基金投资状况看好时，投资者便可进入基金；当基金投资状况不佳时，投资者便可退出基金。一些投资基金机构还为投资者提供转换服务，且不收手续费，这就使投资者花费不大，进退方便。

2. 分散风险。这是指分散投资，通过投资组合来降低投资风险。有过一定投资经验的人一定知道这样一句话："不要把所有鸡蛋放在一个篮子里。"这就是避免由于该投资品种的突发损失导致一损俱损。多元化投资是投资运作的一个重要策略，但是，要实现投资资产的多元化，需要一定的资金实力。对小额投资者而言，由于资金所限，很难做到这一点。而投资基金则可以凭借其聚集而来的巨额资金，分别投资于各类证券品种或其他项目，实现资产组合的多元化，真正做到风险分散，提高了投资的安全性和收益性。

3. 专业理财。投资基金是间接投资，把大量大小不一的资金汇集起来后，委托具有丰富的证券投资知识和经验的专家来经营管理，这样可以节约交易成本，提高投资收益。投资者付出合理的价钱便可享有专业性的投资管理服务。哪一家公司或行业值得考虑、何时购入或售出股票较为有利、应不应该接纳一项新发行的股票等决定皆由投资专家负责，他们与大批股票经纪人及本身的研究部门保持联系，掌握着详细周密的研究资料，非个人投资者盲目投资所能比。例如，英国罗伯特·弗莱明资产管理公司有400多位投资专家重点追踪全球3 500多种股票的情况，每天根据研究结果提出基金的投资组合以及调整方案。对于那些没有时间，或者对市场不太熟悉的中小投资者来说，投资于基金，可以获得基金管理人在市场信息、投资经验、金融知识和操作技术等方面所拥有的优势，从而尽可能避免了一般投资者由于缺乏专业知识和无法进行全面的考察引起的投资失误。

当然，投资基金也有其局限性：

1. 投资基金只是进入证券市场的众多方式之一，只对中小投资者具有吸引力。

2. 投资者面对不同的基金也有个选择的问题，因每种基金的盈利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率是有差别的，所以投资于不同的基金其收益亦不相同。比如，1990年香港景泰欧洲基金增值率为76.9%，太平洋证券基金增值率达128%，而东协基金却负增长3.3%。

3. 投资基金本质上是一种委托投资制度，投资者与经营者之间既有一荣俱荣、一损俱损的一致性，又有利益上此长彼消的对立性。因此，基金投资者还将面临基金经营者的道德风险。

五、投资基金同股票、债券等投资工具的关系

1. 三者反映的经济关系不同。股票表示的是对公司的所有权，是一种所有权关系；债券所表示的只是一种债权，是一种债权、债务关系；契约型基金反映的是一种信托投资关系，并不涉及所有权的转移。

2. 三者发行目的不同。发行股票是股份公司为筹集自己资本的需要，发行股票所筹集的资金列人公司资本；发行债券是公司为了追加资金的需要，发行债券所筹措的资金列人公司负债；而发行基金股份或受益证券是为了形成一个以分散组合投资为特色，以降低风险达到资产增值为目的的基金组织，基金组织是一个标准的投资人，发行基金所筹集的资金构成基金的组成单位。

3. 三者发行者不同。股票发行者是股份公司，债券发行者是政府、金融机构、公司企业等，而基金的发行者是一个比较松散的组织。

4. 三者筹集资金的投向不同。股票、债券是一种融资工具，投资面向实业；基金是一种信托工具，投资面向其他证券。如果说股票、债券是一次投资范畴，基金则属于再投资或二次投资的范畴。

5. 三者期限不同。债券是债权的代表，债券的性质决定了债券要在一定时期内还本付息；股票是对公司的所有权的代表，没有到期日；基金较灵活，可有期，可无期，有期限的，在到期时，经基金证券持有人大会同意、主管机关批准，还可以延期。

6. 三者风险和收益大小不同。债券反映债权债务关系，其特点是事先双方约定借贷的利率与时间，债务人对债权人的这种承诺是无条件执行的，因此债权人风险较小，债务人风险较大。与之相比，股票投资者在其投资时没有定期取得收入的任何保证，股票收益要看公司经营的盈亏而定，且没有到期日，不能赎回，只能在二级市场上通过交易获得现金，有可能出现亏损，所以股票投资风险大。基金与股票的相同点是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金投资者在其投资时并不能得到一个确定的利率，也没有定期取得收入的任何保证，基金经营业绩良好，投资者会得到较好的报酬，反之则报酬较低，投资者必须要承担一定的风险。但基金主要投资于有价证券，专业性投资机构对投资者资金的运用能实现稳定收益，且有可能获得比债券更高的收益；基金的组合投资也避免了投资一般股票的高风险，所以基金的风险介于股票和债券之间。

7. 三者返还性不同。债券到期必须还本付息；股票具有不可返还性，但可以在二级市场上通过交易换回现金；基金则较灵活，在基金的存续期内封闭式基金同股票一样不能赎回，但可以在二级市场上通过交易换回现金，开放式基金可以自由赎回，而股票则不行。

8. 三者投机性不同。债券一般只是单纯的投资对象，投机性很小；股票则不单是投资对象，还有很强的投机性；基金是一种中长期信托投资工具，不能当作股票来炒，但基金又不同于债券，基金的价格是随着投资的经营效益的高低而发生变化，具有波动性，所以基金的投机性介于股票、债券之间。

第二节 证券投资基金的种类

证券投资基金在世界范围内经过一百多年的发展，其种类较为繁杂，按照不同的分类方法可将证券投资基金分出若干种类。

一、按证券投资基金的组织形式分类

按照证券投资基金的组织形式，可将基金划分为公司型投资基金和契约型投资基金。

（一）公司型投资基金

公司型投资基金（Corporate Investment Fund）是由具有共同投资目标的投资者依据公司法组成的以营利为目的、投资于特定对象（如货币市场、有价证券）的股份制投资公司。公司型投资基金在组织结构上与股份有限公司有些类似。公司型投资基金发行普通股份，投资者可以购买公司的股份，成为公司的股东，基金将集中的资金用于证券市场的投资，投资者从这些投资中获取收益。从法律意义上来说，公司的资产为公司的股东所持有，股东选举产生董事会来负责公司的管理和运作。公司型基金成立后通常委托专业的基金管理公司管理基金资产，同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时还会委任第三者来保管基金资产，各当事人之间的权利和义务由公司的章程来规范。

美国的基金以公司型基金为主体。

（二）契约型投资基金

契约型投资基金（Contract Investment Fund），也称信托型投资基金，是依据一定的信托契约通过发行受益凭证而组建的投资基金。该类基金一般由投资者、基金托管人、基金管理人签订信托契约，通过发行受益凭证组成信托资产，基金管理人负责运用信托资产进行投资，基金托管人负责保管基金的资产。在契约型投资基金的运作中，主要的当事人是基金投资者、基金托管人和基金管理人三方。投资者通过购买受益凭证来参与基金投资，获取投资收益。基金管理人和基金托管人的职责与公司型投资基金中管理人和托管人的职责基本相同。英国、日本和中国香港、台湾地区多是契约型基金，我国颁布的《中华人民共和国投资基金法》所规定的基金也是契约型基金。

公司型投资基金与契约型投资基金相比较在运作机制方面主要有以下不同：

1. 性质不同。公司型基金的资金是通过发行普通股票筹集的公司法人的资本。契约型投资基金是依据信托法通过发行基金份额筹集起来的信托资产，不具备法人资格。

2. 投资者地位不同。公司型基金的投资者是公司的股东，有权对公司的重大决策进行审批。而契约型基金的投资者作为基金契约的受益人，对基金的重要投资决策并没有发言权。

3. 基金运营依据不同。公司型投资基金像一般的股份公司一样，依据投资公司章程运营，除非依据公司法破产、清算，否则公司一般都具备永久性。而契约型投资基金依据基金契约进行运作，契约期满后，基金运营随之终止。另外，公司型基金作为法人在运用债务杠杆方面具有更大的空间和灵活性。

二、按投资基金能否赎回分类

按投资基金设定后能否追加投资份额或赎回投资份额，可以将投资基金分为封闭式投资基金和开放式投资基金（或称固定型和追加型投资基金）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（一）封闭式投资基金

封闭式投资基金（Closed-End Fund）是相对于开放式投资基金而言的，它是指基金资本总额及发行份数在未发行之前就已确定下来，在发行期满后，基金就封闭起来，总量不再增减的投资基金，因此也称为固定型投资基金。封闭式投资基金受益凭证在封闭期间内不能追加认购或赎回，但投资者可以在证券交易所等二级市场上交易。

（二）开放式投资基金

开放式投资基金（Open-End Fund）是指基金的发行总额是变动的，可以随时根据市场供求状况发行新份额或被投资人赎回的投资基金。但追加购买或赎回的价格不同于原始发行价，而是以基金当时的净资产价值为基础加以确定。投资者可以按投资基金的报价在国家规定的营业场所申购或者赎回投资基金份额。

封闭式投资基金与开放式投资基金的区别如下：

1. 发行规模限制不同。封闭式投资基金的份额数量是固定的，在封闭期内未经法定程序认可不能增加发行。开放式投资基金的份额是不固定的，没有发行规模限制，投资者可随时提出申购或赎回申请，基金规模随之增加或减少。

2. 期限不同。封闭式投资基金有固定的封闭期，通常在 5 年以上，一般在 10 年或 15 年，经基金份额持有人大会通过并经主管机关同意还可以适当延长期限。开放式投资基金没有固定期限，投资者可随时向基金管理人赎回基金单位，若大量赎回甚至会导致清盘。

3. 基金份额交易方式不同。封闭式投资基金在证券交易所进行交易，即持有人在封闭期内不能赎回基金份额，只能在证券交易所出售给第三者，基金交易是在基金投资者之间完成。开放式投资基金一般是在基金管理公司或托管人（商业银行）柜台进行交易，即投资者可随时向基金管理人或代理人提出申购或赎回申请，基金交易是在投资者与基金管理人或其代理人之间进行。

4. 基金份额的交易价格计算标准不同。封闭式投资基金和开放式投资基金的基金份额除了首次发行价都是按面值加一定百分比的认购费计算外，以后的交易计价方式不同。封闭式投资基金的交易价格是由市场供求关系决定的，常出现溢价或折价现象。开放式投资基金的交易价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格则取决于每一基金份额净资产值的大小，不直接受市场供求关系影响，一般申购价是基金份额净资产加一定的申购费，赎回价是基金份额净资产减去一定的赎回费。

5. 交易费用不同。封闭式投资基金份额买卖是在基金价格之外支付手续费。开放式投资基金是支付申购费和赎回费。

6. 基金份额资产净值公布的时间不同。封闭式投资基金一般每周或更长时间公布一次，开放式投资基金一般在每个交易日结束后都要连续公布。

7. 投资策略不同。封闭式投资基金在存续期内不得要求赎回，故信托资产稳定，基金资产的投资组合能有效地在预定计划内进行，可进行长期投资，便于基金管理人稳定运作基金。开放式投资基金的单位总数是变动的，随时面临投资者赎回的压力，使得基金资产相对封闭式投资基金来说不稳定。基金资产的稳定性会对基金的投资战略产生重要影响，开放式投资基金的管理人为应付投资者随时赎回兑现，往往需要保留较大份额的流动性和变现性较强的资产（如国债），且投资理念相对短期化，即必须保持基金资产的流动性，给基金管理人稳定运作基金带来挑战。而封闭式投资基金则有条件投资于一些变现性相对较差、投资期限较长的资产。

8. 投资风险不同。封闭式投资基金的投资者投资风险较大，当基金业绩好时，投资者可享受超过净资产价值的证券收益；若有亏损，则投资者最先遭受损失。开放式投资基金每日公布份额净资产值，透明度强，便于投资者控制风险。

世界投资基金的发展历程基本上遵循了由封闭式投资基金逐渐转向开放式投资基金的发展规律。

三、按投资基金投资对象分类

按投资基金投资对象不同，投资基金可分为股票基金、债券基金、货币市场基金、指数基金、不动产基金、创业基金、贵金属基金、期货基金、期权基金、认股权证基金、对冲基金等。

（一）股票基金

股票基金是投资基金中最常见的一种，其投资对象是股票。投资目标以追求资本成长为主，但其必须面对股票价格波动的风险。由于股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金规模较大，比较容易通过投资组合分散风险，通常情况下，股票基金成为中小投资者的首选投资对象。在股票投资基金中，根据投资目标和投资风格又可细分为资本增值型、成长型和收入型等类型。在我国，根据《证券投资基金运作管理办法》的规定，60%以上的基金资产投资于股票的，为股票基金。

（二）债券基金

债券基金是基金市场的重要组成部分，其规模仅次于股票基金，它主要以政府公债、市政债券、公司债券等债券品种为投资对象。由于债券是一种获利稳定、风险较小和具有一定期限结构的有价证券，因而债券基金可以获得稳定收益，风险也较小，可见债券基金基本上属于收益型基金。债券基金按投资地域可划分为国际债券基金、欧洲债券基金、美国债券基金、英国债券基金等。债券基金按币种划分有美元债券基金、英镑债券基金、日元债券基金等。债券基金按发行主体不同，可分为政府公债基金、市政债券基金、公司债券基金等。在我国，根据《证券投资基金运作管理办法》的规定，80%以上的基金资产投资于债券的，为债券基金。

（三）货币市场基金

货币市场基金是指以货币市场工具为投资对象的一种基金，其投资对象期限较短，一般在1年以内，它的主要投资对象有：国库券、银行可转让大额存单、商业票据、银行承兑汇票、同业拆借及回购协议等货币市场工具。货币市场基金于1972年创设于美国。货币市场基金的特点是单位基金的资产净值固定不变，但投资者可利用收益再投资，从而增加所持基金份额；衡量货币市场基金的标准是收益率而非资产净值；货币市场基金不收取认购费用、申购费用和赎回费用，管理费用也较低；货币市场基金均为开放式基金。由于其投资对象为短期证券，而且兑现方便，因此，货币市场基金具有收益稳定、流动性强、风险小、资本安全性高等特点，在国外货币市场上深受投资者的欢迎。许多国外证券投资者都是从货币市场基金开始从事基金投资的。在我国，根据《证券投资基金运作管理办法》的规定，仅投资于货币市场工具的为货币市场基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（四）指数基金

指数基金是指通过复制所跟踪指数中的股票而形成的基金。简单地说，就是基金跟踪的指数中有哪些股票，基金就主要买哪些股票，且指数型基金中每只股票配置的比例大致与指数中每只股票在指数中占的比例相同。

世界上第一只指数基金于1971年由美国 Wells Fargo 银行向机构投资者推出，但当时的反对者远远大于支持者。之后的1976年，先锋集团推出基于标准普尔500指数的第一个面向公众的开放式指数基金。由于很多人认为指数基金的投资策略缺乏技术含量，指数基金一直没有得到投资者的认同。进入20世纪80年代以后，美国股市日渐繁荣，投资者发现业绩长期战胜指数的主动型基金屈指可数，于是，指数基金逐渐开始吸引一部分投资者的注意。直到20世纪90年代以后，指数基金才真正获得了巨大的发展。

从国际上来看，指数基金可以分为两种，一种是纯指数型基金，另一种是指数增强型基金。纯指数型基金是一种完全被动操作的基金。它的资产几乎全部投入所跟踪的指数的成份股中，而且基本是满仓操作。指数增强型基金则略有不同，它不是完全的被动投资，而是在纯指数化投资的基础上，根据股票市场的具体情况，进行适当的调整。

指数基金的优势：

（1）费用低廉。由于指数型基金一般采取买入并持有的投资策略，其股票交易的手续费支出会较少，同时基金管理人不必非常积极地对市场进行研究，收取的管理费也会更低。指数基金的认购费和申购费也比其他股票型基金低。

（2）可以有效地规避金融市场的非系统风险。由于指数基金投资非常分散，任何单个股票的波动都不会对指数基金的整体表现构成大的影响，从而规避了个股风险。

（3）可以获得平均市场收益率。在以机构投资者为主的市场中，指数基金可以获得平均市场收益率，可以为投资者提供比较稳定的投资回报。

（4）资金利用率高。指数基金资金的90%以上用来跟踪基准指数，资金利用率高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（5）投资透明度高。指数基金完全按照指数的构成原理进行投资，透明度很高，可有效降低基金管理人的道德风险。

（6）分享经济成长的成果和股票资产的长期高回报。1973 年至 2004 年，股票、商品、债券、现金四大类资产的平均年化收益率分别为：6.1%、5.8%、3.5%、1.5%（数据来源：Breetham、Hartnett，“The investment clock”，2004）；Vanguard S&P500 指数基金自 1976 年成立以来截至 2009 年 3 月底总回报为 1 935%，年化收益率为 9.68%（数据来源：Bloomberg）；Sharpe（1991）指出：平均来讲，主动管理型基金业绩不可能超过被动管理型基金，原因在于股票指数的表现就是二者包括成本在内的投资收益的加权平均。

（7）可以作为避险套利的工具。对于投资者尤其是机构投资者来说，指数基金是它们避险套利的重要工具。由于指数基金收益率的稳定性、投资的分散性以及高流动性，特别适于社保基金等数额较大、风险承受能力较低的资金投资。

（五）不动产基金

不动产基金也称不动产投资信托，是指主要在房地产公司发行的证券或与房地产抵押有关公司的股票上从事投资的一种基金。按其是否直接投资于房地产又可分为两类：一类直接投资于房地产公司发行的股票；另一类通过投资房地产抵押市场而间接投资于房地产，又称房地产抵押基金。纯粹的直接投资地产股公司股票的不动产基金很少，间接投资于地产业的基金则较多。

（六）创业基金

创业基金又称置业基金或风险基金（Venture Capital Fund），是以股权投资方式，主要投资于未上市公司的基金。它是为支持一些盈利前景看好的新兴产业而设立的基金，其经营方针是在高风险中追求高回报。它的投资目标主要是那些不具备上市资格的小型企业和新兴企业，甚至是仅仅处在构思之中的企业。因此，创业基金具有高风险、高收益的特征。创业基金投资于未上市公司的目的不是要控股，而是通过资金和技术援助取得部分股权，促进受资公司的发展，使资本增值。一旦受资公司发展起来，股票可以上市，基金管理公司通过在股票市场上出售股票收回增值的资金和资本，再去寻找新的投资对象。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（七）贵金属基金

贵金属基金（Gold Fund）主要以全球黄金、白银及其他与贵金属矿产相关的工业之股票为主要投资标的的投资基金。黄金具有保值作用，尤其在美元贬值时黄金基金有很大的成长潜力，投资黄金基金又比直接购买黄金具有流动性强、投资分散的好处，所以对投资者颇具吸引力。

（八）期货基金

期货基金是以期货合约为主要投资对象的投资基金。

（九）期权基金

期权基金是以期权合约为主要投资对象的投资基金。

（十）认股权证基金

认股权证基金（Warrant Fund）指以认股权证为投资对象的投资基金，主要投资到个别公司搭配公司债发行的认股权证，以及投资银行对特定类股所发行的认股权证，具有时效性、风险高的特点，属于冒险型的基金，如日本认股权证基金、欧洲认股权证基金、亚洲认股权证基金。

（十一）对冲基金

对冲基金诞生于20世纪50年代初的美国，它利用期货、期权等金融衍生产品以及对相关联的不同股票进行空买空卖、风险对冲的操作技巧，以规避和化解证券投资风险。

在基本的对冲操作中，基金管理者在购入一种股票后，同时购入这种股票的一定价位和时效的看跌期权。看跌期权的效用在于当股票价位跌破期权限定的价格时，卖方期权的持有者可将手中持有的股票以期权限定的价格卖出，从而使股票跌价的风险得到对冲。在另一类对冲操作中，基金管理人首先选定某类行情看涨的行业，买进该行业中看好的几只优质股，同时以一定比率卖出该行业中较差的几只劣质股。如此组合的结果是，如该行业预期表现良好，优质股涨幅必超过其他同行业的股票，买入优质股的收益将大于卖空劣质股而产生的损失；如果预期错误，此行业股票不涨反跌，那么较差公司的股票跌幅必大于优质股，则卖空盘口所获利润必高于买入优质股下跌造成的损失。正因为如此的操作手段，早期的对冲基金可以说是一种基于避险保值的保守投资策略的基金管理形式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以上后四种基金都属于衍生工具基金，风险较大，但也有可能获得较高回报。衍生工具的具体内容将在下一章讲解。

基金按投资对象进行细分，一方面推动了专业分工的深入，从而提高了整个基金业的投资回报率、降低了投资风险；另一方面也给投资者提供了越来越丰富的投资选择，满足了不同投资风格和风险偏好的投资者多样化投资的需求。

四、按投资基金收益风险目标分类

按投资目标和风险大小来分类，投资基金的类别更多，大致有：

（一）成长型基金

成长型基金其投资目标是追求资本的长期增值，也注重投资的经常收益，是投资基金中为数最多的一种。为实现长期成长目标，基金资产主要投资于信誉好、长期有稳定盈余公司的普通股票，或是有长期升值潜力公司的普通股票。成长型基金又可分为稳健成长型基金和积极成长型基金。

（二）收入型基金

收入型基金主要投资于可带来现金收入的有价证券，以获取当期的最大收入为投资目标。投资对象通常为股息比较优厚、红利水平较高的绩优股票，资信度高的政府债券，公司债券和可转换债券。一般分为固定收入型基金和股票收入型基金。

（三）平衡型基金

平衡型基金其投资目标为追求基金资产净值的稳定、可观的经常收入和适度的长期增长。为兼顾以上三个目标，它通常会把一半的资金投资于债券，另一半的资金投资于股票，因而投资基金的收益不会有明显的涨跌。这种投资基金对于期望能保本和期望资本增值的投资者均具有吸引力。

五、按投资理念分类

按投资理念分类，投资基金可分为主动型基金和被动型基金。

（一）主动型基金

主动型基金是指力图取得超越基准组合表现的基金。

（二）被动型基金

被动型基金一般选取特定指数作为追踪对象，因此，通常又被称为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指数基金。

六、按基金的募集方式分类

按募集方式不同，证券投资基金可分为公募基金和私募基金。

（一）公募基金

公募基金是指以公开发行方式向社会公众投资者募集基金资金并以证券为投资对象的证券投资基金。它具有公开性、可变现性、高规范性等特点。

（二）私募基金

私募基金指以非公开方式向特定投资者募集基金资金并以证券为投资对象的证券投资基金。它具有非公开性、投资金额较高、投资范围较广、风险较大、封闭运作、非上市、在基金运作和信息披露方面所受到的限制和约束较少等特点。

七、按投资来源和运用地域分类

按投资来源和运用地域分类，证券投资基金可分为国内投资基金、国际投资基金、离岸基金和海外基金等。

（一）国内投资基金

国内投资基金是指资金全部来自国内投资者并投资于国内金融市场的一种投资基金。一般而言，国内基金在一国基金市场上应占主导地位。

（二）国际投资基金

国际投资基金是指基金资金来源于国内但投资于境外金融市场的投资基金。由于各国经济和金融市场发展的不平衡性，在不同国家会有不同的投资回报，通过国际基金的跨国投资，可以为本国投资者带来更多的投资机会以及在更大范围内分散投资风险。但是，国际基金的投资成本和费用一般也较高。国际基金有国际股票基金、国际债券基金和全球商品基金等种类。

（三）离岸基金

离岸基金是指基金资金从国外筹集并投资于国外金融市场的基金。离岸基金的特点是两头在外。离岸基金的资产注册登记不在母国，为了吸引全球投资者的资金，离岸基金一般都在素有“避税天堂”之称的地方注册，如卢森堡、开曼群岛、百慕大群岛等，因为这些国家和地区

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对个人投资的资本利得、利息和股息收入都不征税。

（四）海外基金

海外基金是指从国外筹集资金并投资于国内金融市场的基金。利用海外基金通过发行受益凭证，把筹集到的资金交由指定的投资机构集中投资于特定国家的股票和债券，把所得收益作为再投资或作为红利分配给投资者，它所发行的受益凭证则在国际著名的证券市场挂牌上市。海外基金已成为发展中国家利用外资的一种较为理想的形式，一些资本市场没有对外开放或实行严格外汇管制的国家可以利用海外基金。

除了上述几种类型的基金，证券投资基金还可按是否收费将其划分为收费基金和不收费基金；根据投资币种不同，将其划分为美元基金、英镑基金、日元基金、欧元基金等，以及投资于其他基金的基金中基金等。

第三节 证券投资基金的投资运作与管理

对证券投资基金基本运作的了解是进行基金投资的基础。本节主要介绍证券投资基金有关当事人的权利责任、基金基本的运作机制、投资限制、投资组合以及基金的信息披露方面等内容。

一、投资基金的参与主体

（一）基金发起人

基金发起人是指以基金设立为目的，并采取一定步骤和必要措施来达到设立基金目的的机构。考虑到基金发起人在基金设立中和以后基金运作中的重要性，各国的法规一般都从发起人的规模、商业信誉和经营业绩等方面对其资格进行限制。国外基金发起人大多数为有实力的金融机构。按照我国的《证券投资基金管理暂行办法》（已废止）规定，基金的主要发起人为按照国家有关规定设立的证券公司、信托投资公司和基金管理公司；基金发起人的数目为两个以上。

（二）基金份额持有人

基金份额持有人即基金投资者，是基金的出资人、基金资产的所有者和基金投资回报的受益人。作为基金的受益人，基金持有人享有基金资产的一切权益。基金持有人的基本权利包括对基金收益的享有权、对基金份额的转让权和一定程度上对基金经营决策的参与权。在不同组织形态的基金中，对基金决策的影响方式是不同的。在公司型基金中，基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金持有人通过股东大会选举产生基金公司的董事会来行使对基金公司重大事项的决策权，而在契约型基金中，基金的持有人只能通过召开持有人大会对基金的重大事项做出决议，而对基金在投资方面的日常决策一般不能施加直接影响。基金持有人在享有权利的同时，也必须交纳基金认购款项及规定的费用，并承担基金亏损或者终止的有限责任。

(三) 基金管理人

投资基金管理人是指凭借自身的专业投资管理技能，在遵守法规和基金契约的条件下，运用基金资产进行投资，谋求所管理的基金资产不断增值，实现基金持有人利益最大化的专业金融机构。在世界上不同的国家和地区，基金管理人有不同的名称，如在我国台湾地区称为证券信托投资事业，在英国称为投资管理公司，在美国称为基金管理公司，而在日本则被称为证券投资信托公司。

基金管理人是基金资产的管理者和运用者，基金投资者能否取得较好的回报，完全取决于基金管理人的投资运作。因此，为了保护基金投资者的利益，世界各国家和地区对基金管理人的资格都有严格的规定，我国《证券投资基金法》对基金管理人的资格、职责规定如下。

基金管理人的基本职责是运用和管理基金资产。其主要职责是：

1. 按照投资基金契约的规定运用投资基金资产投资并管理投资基金资产；
2. 及时、足额向投资基金持有人支付投资基金收益；
3. 保存投资基金的会计账册、记录 15 年以上；
4. 编制投资基金财务报告，及时公告，并向中国证监会报告；
5. 计算并公告投资基金资产净值及每一投资基金单位资产净值；
6. 投资基金契约规定的其他职责。

(四) 基金托管人

基金托管人又称基金保管人，是依据投资基金运行中“管理与保管分开”的原则对投资基金管理人进行监督和保管投资基金资产的机构，是基金资产的名义持有人与受托保管人。

由于基金托管人在基金的运作中处于联系的枢纽地位，各国的监管法规都对基金托管人的资格有严格的要求。从基金资产的安全性和基金托管人的独立性出发，一般都规定基金托管人必须是由独立于基金管理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人并具有一定实力的银行、保险公司和信托投资公司等金融机构担任。

投资基金托管人在投资基金的运行过程中起着不可或缺的作用。投资基金托管人的主要职责是：

1. 安全保管投资基金的全部资产；

2. 执行投资基金管理人的投资指令，并负责办理投资基金名下的资金往来；

3. 监督投资基金管理人的投资运作，发现投资基金管理人的投资指令违法、违规的，不予执行，并向中国证监会报告；

4. 复核、审查投资基金管理人计算的投资基金资产净值及投资基金价格；

5. 保存投资基金的会计账册、记录15年以上；

6. 出具投资基金业绩报告，提供投资基金托管情况，并向中国证监会和中国人民银行报告；

7. 投资基金契约、托管协议规定的其他职责。

基金托管人必须将其托管的投资基金资产与托管人的自有资产严格分开，对不同投资基金分别设置账户，实行分账管理。

基金管理人和基金托管人在基金运作中扮演着重要角色。它们之间是一种相互协作和相互制衡的关系。

基金管理人由投资专家组成，负责投资基金资产的经营，本身不实际接触及拥有投资基金资产；基金托管人由主管机关认可的金融机构担任，负责投资基金资产的保管，依据投资基金管理机构的指令处置投资基金资产并监督管理人的投资运作是否合法合规。

投资基金管理人和投资基金托管人均对投资基金持有人负责。它们的权利和义务在投资基金契约或投资基金公司章程中预先界定清楚，任何一方有违规之处，对方都应当监督并及时制止，直至请求更换违规方。这种相互制衡的运行机制，极大地保证了投资基金信托财产的安全和投资基金运用的高效。但是这种机制的作用得以有效发挥的前提是投资基金托管人与投资基金管理人必须严格分开，由不具有任何关联的不同机构或公司担任，二者在财务上、人事上、法律地位上应该完全独立。

二、投资基金运作的监督管理

在证券投资基金成立后，基金的受益人一般不再介入基金资产的运

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作，因此，基金的管理人有着相当大的自主权。但是，基金管理人是一个有着自身利益的机构，并且基金管理人和基金受益人之间存在着一定的利益冲突，如何才能保护广大投资者的合法权益，这不仅关系证券市场的运作，还关系到社会公正和社会安定。因此，纵观世界基金业的发展历程，保护投资者利益都被各国的金融管理部门和证券市场监管部门放在极其重要的位置，并成为基金立法和基金监管的基本原则。

在对投资基金的监督管理中，对投资者合法权益的保护措施可以是多层次的：国家的法律，政府的行政条例，或者投资基金业的约定和职业道德等。从各国的经验来看，具体表现为对以下几个方面的管理：

1. 保持基金资产的独立性。独立可辨的基金资产是基金受益人权益的载体。一旦基金的资产与其他财产混合，基金持有人的利益便失去依托，基金的财产也难以得到保护。所以，基金的监管部门首先要求基金资产的独立保管。体现在具体的措施上便是基金的资产必须由符合条件的第三者托管。基金的资产必须开设单独的账户，并且必须和基金托管人的自有财产严格分开，如果基金托管人同时托管几只证券投资基金，应对不同的基金设置不同的账户，实行分账管理。在这种要求下，即使基金托管人或基金管理人破产，基金的资产也不会受到影响，保护了基金受益人的权益。

2. 对投资基金的投资范围进行限制。许多西方发达国家政府都对本国投资基金的投资范围加以严格限制，其中最突出的例子就是绝对禁止投资基金投资于他们认为是高风险的市场，甚至一些高风险的金融产品（如期货、期权等派生金融产品）、流通性差的金融资产、投资基金管理人无法有效管理的资产都排除在某些投资基金的投资范围之外。

3. 对投资基金的投资对象进行限制。即使在允许的投资范围之内，投资基金也不能随心所欲地进行投资，而必须按照既定的投资基金类型选择具体投资对象。例如，股票投资基金就必须将一定比例的资金投资在股票上，不论债券的利息率有多高。类似地，债券类投资基金必须有不低于某一比例的资金投放在债券上；区域性投资基金的主要投资对象必须集中在特定的地理区域投资等。

4. 对投资基金的风险进行控制，即对投资对象的投资比例进行限制，进行组合投资。进行投资组合的最大好处是把“所有鸡蛋不要放

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在同一个篮子里”，分散了非系统性风险，即证券市场中个别投资对象所具有的个别风险。国际上对投资基金投资组合规定有很多，各个国家的规定也不相同，但出发点都是为了保护投资人的利益，把投资风险控制在最小程度。例如，一个投资基金在某一类金融产品上投资不能超过投资基金总值的某一比例；投资基金在某个发行者（如企业 A）所发行的各类金融产品（如普通股票、优先股票、各期债券、可转换债等）上的投资总额不能超过一定的限度；投资基金对某一投资顾问公司所作的投资应在某一特定的数额之内等。在我国的法规中对投资基金投资组合规定如下：

（1）一个投资基金投资于股票、债券的比例，不得低于该投资基金资产总值的 80%；

（2）一个投资基金持有一家上市公司的股票，不得超过该投资基金资产净值的 10%；

（3）同一投资基金管理人管理的全部投资基金持有一家公司发行的证券，不得超过该证券的 10%；

（4）一个投资基金投资于国家债券的比例，不得低于该投资基金资产净值的 20%。

5. 对利益冲突采取防范措施。世界各国的监管法规在防范基金管理人与基金受益人之间利益冲突方面都有具体的规定，禁止基金管理人利用基金的资产为自身或利益相关人谋取利益而损害基金受益人的权益。例如，基金法规要求基金不得买卖由基金管理公司本身及其董事或主要股东所持有的有价证券，基金管理人也不能在所管理的不同基金之间进行交易。在我国的法规中，则禁止基金资产投资与基金管理人或托管人有利害关系的公司发行的证券；禁止投资基金管理人以投资基金的名义使用不属于投资基金名下的资金买卖证券；禁止将投资基金资产用于抵押、担保、资金拆借或者贷款；禁止从事可能使投资基金资产承担无限责任的投资；禁止投资基金之间相互投资；同时也禁止基金管理人从事除国债以外的证券自营和证券承销业务。这些措施都是为了防止基金管理人和托管人利用基金的资产谋取自身的利益，损害基金投资者。

6. 规范信息披露。基金的投资者是社会公众，他们希望通过证券投资基金来获取投资收益。为了让基金持有人或潜在的基金投资者能够

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

及时了解基金真实的经营运作情况，并依此进行投资决策，基金管理人和基金托管人必须向公众披露与基金有关的一切信息。基金的信息披露是减少基金持有人和基金管理人委托代理关系的不透明性的重要手段，同时规范的信息披露也是基金规范运作的一个重要方面。

一般来说，基金的信息披露包括三种：一是基金在发售时的信息披露，主要是披露基金的组成文件和招募文件；二是基金在运作中定期的信息披露，包括对基金经营状况的披露和基金投资组合的披露；三是基金的不定期公告，即发生对基金影响重大事项的披露。

三、投资基金的收益来源与费用支出

（一）投资基金的收益来源

投资基金的收益是指投资基金管理人将募集的资金进行投资获得的投资收益。证券投资基金主要投资于股票、债券等金融工具，因此它的收益来源主要有以下三部分：一是买卖价差；二是基金投资所得红利、股息、债息收入；三是存款利息收入。

（二）投资基金的费用支出

通常情况下，投资基金从设立到终止要支付的费用包括：

1. 基金管理费。这是指从基金资产当中提取的、支付给为基金提供专业化服务的基金管理人的费用，也就是管理人为管理和操作基金而收取的费用。基金管理费通常按照每个估值日基金净资产的一定比率（年率）逐日计提，累计至每月月底，按月支付。管理费率的大小通常与基金规模成反比，与风险成正比。不同的国家及不同的基金，管理费率不完全相同。我国股票型基金大部分按 1.5% 的比例提取，债券基金一般低于 1%，货币基金为 0.33%。

2. 基金托管费。这是指基金托管人为保管和处置基金资产而向基金收取的费用。托管费通常按照基金资产净值的一定比率提取，逐日计算并累计，按月支付给托管人。托管费从基金资产中提取，费率也会因基金种类不同而异。我国投资基金的年托管费最初为基金资产净值的 0.25%，随着基金规模的扩大和竞争的加剧，托管费也出现下调趋势。

3. 其他费用。这是指基金的设立、销售和赎回时的费用，该部分费用由投资者直接承担。证券交易费，这部分费用与基金在投资管理时的周转率有关，周转率越高，交易费用就越高；基金信息披露费；基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

持有人大会费用；与基金相关的会计师、律师等中介机构费用；基金分红手续费；清算费用；法律法规及基金契约规定可以列入的其他费用。上述费用由基金托管人根据法律、法规及基金契约的相应规定，按费用实际支出金额支付。

四、投资基金的收益及收益分配

投资基金的收益是指投资基金管理人将募集的资金进行投资获得的投资收益。证券投资基金主要投资于股票、债券等金融工具，因此它的收益的来源主要有以下三部分：第一部分是买卖价差，第二部分是基金投资所得红利、股息、债息收入，第三部分是存款利息收入。因运用投资基金资产带来的成本或费用的节约计入投资基金收益。投资基金净收益为基金收益扣除国家有关规定可以在投资基金收益中扣除的费用后的余额。

投资基金的投资收益在扣除有关费用后需把相当的比例分配给投资者。不同的国家、不同的投资基金的收益分配方案都不尽相同。我国的《证券投资基金法》规定，投资基金收益分配应该采用现金形式，每年至少 1 次。投资基金收益分配比例不得低于投资基金会计年度净收益的 90%。投资基金收益每会计年度结束后 4 个月内分配 1 次，采用现金形式分配；投资基金当年收益先弥补上一年度亏损，投资基金投资当年亏损则不进行收益分配；每份投资基金单位享有同等分配权；投资基金收益分配方案由投资基金管理人拟定，经投资基金托管人核实后，报中国证监会备案后公告。

第四节 中国证券投资基金的发展概况

一、中国投资基金发展历程

中国投资基金市场依附于证券市场的发展而起源。1987 年中国银行和中国国际信托投资公司首创中国基金投资业务，它标志着中国投资基金市场的诞生。进入 20 世纪 90 年代，基金业务进入实质性阶段，依主管机关管辖权力的过渡可分为两个阶段：

第一阶段是 1992—1997 年的摸索阶段。该阶段为中国人民银行作为主管机关的阶段。在沪深交易所上市的基金有 25 只，在大连、武汉、天津证券交易中心联网交易的基金数量达 28 只，但此时基金规模很小，运作也很不规范，而且专业性基金管理公司也很少，不足 10 家，俗称

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"老基金"。

第二阶段是1997年之后的规范阶段。1997年11月14日，《证券投资基金管理暂行办法》正式颁布，1998年3月，按照新法规规定，分别以国泰证券和南方证券为主发起人的基金金泰和基金开元招股说明书在各大证券报刊公布，从而拉开了中国证券投资基金业的新纪元。当年发行了5只基金，净值107.40亿元。2003年10月28日第十届全国人民代表大会常务委员会第五次会议通过《中华人民共和国证券投资基金法》，并于2004年6月1日起正式实施，以法律形式确认了证券投资基金在资本市场中的地位和作用，成为中国证券投资基金业发展史上的一个重要里程碑。证券投资基金业从此进入了崭新的发展阶段，基金数量和规模迅速增长，市场地位日益重要。随着中国经济的发展，中国基金业呈现一片繁荣景象。

二、中国发展投资基金的现实意义

（一）为中小投资者拓宽了投资渠道

对中小投资者来说，存款或买债券较为稳妥，但收益率较低；投资于股票有可能获得较高收益，但风险较大。投资基金作为一种新型的投资工具，把众多投资者的小额资金汇集起来进行组合投资，由专家来管理和运作，经营稳定，收益可观，为中小投资者提供了较为理想的间接投资工具，大大拓宽了中小投资者的投资渠道。在美国，有50%左右的家庭投资于投资基金，基金占所有家庭资产的40%左右。因此，可以说基金已成为大众化的投资工具。

（二）有利于证券市场的稳定

一个成熟的证券市场应是一个以机构投资者为主的市场，而不是一个以中小投资者为主的市场。通过发展证券投资基金，可以将广大中小投资者分散的资金，转变为由专门机构持有的大资金。而大的机构投资者由于熟悉业务、具有经验，能够进行理性投资，因而能够减少投机性炒作，从而有利于证券市场的稳定。

（三）有利于证券市场的发展

证券市场的发展，既要规范，又要扩大规模。扩大规模就需要有更多的资金进入证券市场。而通过发行基金就可以使许多未能投资于证券市场的资金进入证券市场，从而扩大证券市场规模。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三、中国投资基金的品种创新

与美国的基金品种相比，中国的新基金品种显得过于单一。因此，政府积极鼓励新的基金品种的开发，及时批设不同品种的基金。上海证券交易所和深圳证券交易所应形势发展的需要，分别在基金产品和交易方式方面进行创新，目前已分别推出如下基金：

（一）LOF 投资基金

LOF 投资基金是指上市型开放式基金（Listed Open end Fund，简称 LOF），即开放式基金发行结束后，投资者既可以在指定网点申购与赎回基金份额，也可以在交易所买卖该基金，是开放式基金在交易方式上的创新。2004 年 8 月 18 日深圳证券交易所公布了《深圳证券交易所上市开放式基金业务规则》，这标志着 LOF 投资基金已在中国生根发芽。

（二）ETF 投资基金

ETF 投资基金是指交易所交易的开放式指数基金（Exchange-Traded Funds，简称 ETF）。同 LOF 投资基金一样，也是基金发行结束后，投资者既可以在指定网点申购与赎回基金份额，但申购、赎回必须采用组合证券的形式，也可以在交易所买卖该基金。但 ETF 投资基金是以复制和追踪某一市场指数为目标，通过充分分散化的投资策略降低非系统风险，以通过消极管理方式最大限度地降低交易成本而取得市场平均收益水平的一种金融衍生产品。它是开放式基金在产品上的创新。它既与某一市场指数相联系，又与开放式基金、封闭式基金相联系，是一种取众基金之长、去众基金之短的混合型基金新产品。ETF 最初的产生是金融中介机构为大的机构投资者提供对冲工具而创设的新产品。

上海证券交易所于 2004 年推出了上证 50ETF 投资基金，就是以上证 50 特定股价指数为基准指数，以一揽子特定价值的股票组合为基础而设立起来的被动性具有双重交易机制的投资基金产品，投资者购买 1 个基金单位，就等于按权重购买了这个指数的全部股票，是一种成本低、流动性高、跟踪误差低的指数化投资工具，是基金产品的金融创新。

LOF 与 ETF 的关系如下：

（1）LOF 和 ETF 的相似点

①同跨两级市场。LOF 和 ETF 都同时存在一级市场和二级市场，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都可以像开放式基金一样通过基金发起人、管理人、银行及其他代销机构网点进行申购和赎回。同时，也可以像封闭式基金那样通过交易所的系统买卖。

②理论上都存在套利机会。由于上述两种交易方式并存，申购和赎回价格取决于基金单位资产净值，而市场交易价格由系统撮合形成，主要由市场供需决定，二者之间很可能存在一定程度的偏离，当这种偏离足以抵消交易成本的时候，就存在理论上的套利机会。投资者采取低买高卖的方式就可以获得差价收益。

③折溢价幅度小。虽然基金单位的交易价格受到供求关系和当日行情的影响，但它始终是围绕基金单位净值上下波动的。由于上述套利机制的存在，当二者的偏离超过一定的程度，就会引发套利行为，从而使交易价格向净值回归，所以其折溢价水平远低于单纯的封闭式基金。

④费用低、流动性强。在交易过程中都无须申购和赎回费用，只需支付最多0.5%的双边费用。另外，由于同时存在一级市场和二级市场，流动性明显强于一般的开放式基金。同时，ETF 属于被动式投资，管理费用一般不超过0.5%，远远低于开放式基金的1%～1.5%水平。

（2）LOF 和 ETF 的差异点

①适用的基金类型不同。ETF 主要是基于某一指数的被动性投资基金产品，LOF 虽然也采取了开放式基金在交易所上市的方式，但它不仅可以用于被动投资，也可以用于积极投资。

②申购和赎回的标的不同。在申购和赎回时，ETF 与投资者交换的是基金份额和“一揽子”股票，而 LOF 则是基金份额与投资者交换现金。

③套利操作方式和成本不同。ETF 在套利交易过程中必须通过一揽子股票的买卖，同时涉及基金和股票两个市场，而对 LOF 进行套利交易只涉及基金的交易。更突出的区别是，根据上交所关于 ETF 的设计，为投资者提供了实时套利的机会，可以实现 T+0 交易，其交易成本除交易费用外主要是冲击成本；而深交所目前对 LOF 的交易设计是申购和赎回的基金单位和市场买卖的基金单位分别由中国注册登记系统和中国结算深圳分公司系统托管，跨越申购赎回市场与交易所市场进行交易必须经过系统之间的转托管，需要两个交易日的时间，所以 LOF 套利还要承担时间上的等待成本，进而增加了套利成本。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（三）QFII 基金

QFII 是 Qualified Foreign Institutional Investors（合格的境外机构投资者）的缩写形式，它是指外国专业投资机构经本国有关部门批准从事境内证券市场的股票、债券等有价证券投资业务的证券投资基金。它是在货币没有实现完全可自由兑换、资本项目尚未开放的情况下，有限度地允许境外投资者投资境内证券市场的一项过渡性的制度安排。

（四）QDII 基金

QDII 是 Qualified Domestic Institutional Investor（合格的境内机构投资者）的缩写形式。它是在一国境内设立，经该国有关部门批准从事境外证券市场的股票、债券等有价证券投资业务的证券投资基金。和 QFII 一样，它也是在货币没有实现完全可自由兑换、资本项目尚未开放的情况下，有限度地允许境内投资者投资境外证券市场的一项过渡性的制度安排，为国内的投资者参与国际市场投资提供了便利。2007 年我国推出了首批 QDII 基金。

【案例】　易方达沪深 300 基金（110020）

序号	项　目	内　容
1	基金类型	契约型开放式
2	本期单位净值（元）	1
3	基金成立日	2009-08-26
4	发行日期	2009-07-28
5	发行方式	通过直销中心与代销网点公开发售
6	发行对象	中华人民共和国境内的个人投资者和机构投资者（法律法规禁止购买证券投资基金者除外）以及合格的境外机构投资者
7	上市日期	
8	发行份额（亿份）	167. 4625
9	募集资金（亿元）	
10	发行费用（万元）	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

序号	项 目	内 容
11	认购费率	认购金额 M<100 万认购费率 1% 100 万≤M<500 万认购费率 0.60% 500 万≤M<1 000 万认购费率 0.2% M≥1000 万认购费率为 1 000 元/笔
12	申购费率	申购金额 M<100 万申购费率 1.2% 100 万≤M<500 万申购费率 0.80% 500 万≤M<1 000 万申购费率 0.2% M≥1 000 万申购费率为 1 000 元/笔
13	基金管理人	易方达基金管理有限公司
14	基金托管人	中国建设银行股份有限公司
15	基金经理	林飞
16	投资目标	紧密跟踪业绩比较基准，追求跟踪偏离度及跟踪误差的最小化
17	投资范围	本基金资产投资于具有良好流动性的金融工具，包括沪深 300 指数成份股及备选成份股、新股（一级市场初次发行和增发）、债券、债券回购以及法律法规或中国证监会允许基金投资的其他金融工具。如法律法规或监管机构以后允许基金投资其他品种，基金管理人在履行适当程序后，可以将其纳入投资范围
18	投资理念	指数化投资具有低成本、管理透明及分散化程度高等优点，能稳定地获得市场平均回报。沪深 300 指数具有知名度高、覆盖面广、行业代表性强等特点，本基金采取指数化投资，有助于投资者通过证券市场分享中国经济发展的成果
19	投资策略	本基金追求对股票的充分投资。本基金股票资产占基金资产的比例为 90%～95%，其中投资沪深 300 指数成份股及备选成份股的资产不低于股票资产的 90%；现金或者到期日在一年以内的政府债券不低于基金资产净值的 5%。基金管理人将综合考虑股票市场情况、基金资产的流动性要求等因素确定各类资产的具体配置比例 如果法律法规允许，本基金股票资产占基金资产的比例可以提高到 100%，同时业绩比较基准进行相应变更，该事项无须经基金份额持有人大会同意 本基金力争将年化跟踪误差控制在 4% 以内，日跟踪偏离度绝对值的平均值控制在 0.35% 以内
20	投资风格	指数型

资料来源：上海证券交易所基金公告．易方达沪深 300 基金发售公告 [C/OL]．2009-07-23．http://www.sse.com.cn.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本章基本概念

投资基金　封闭式投资基金　开放式投资基金　契约型投资基金　公司型投资基金　货币市场基金　指数基金　LOF 基金　ETF 基金

复习思考题

1. 什么是投资基金？它具有哪些特点？
2. 投资基金与股票、债券的联系与差异表现在哪些方面？
3. 投资基金都有哪些分类？
4. 封闭式投资基金与开放式投资基金的主要区别是什么？
5. 契约型投资基金与公司型投资基金的主要区别是什么？
6. 什么是货币市场基金？它有哪些特点？
7. 什么是指数基金？它有什么优点？
8. 对投资基金的风险如何进行控制？
9. 基金管理人与基金托管人都有哪些权责及相互关系？
10. LOF 基金与 ETF 基金有何异同？
11. 为什么要对投资基金进行监管？如何才能保护投资者的利益？

学习资料推荐

你可以登录中国证券业监督管理委员会网站了解“预先披露”、“基金信息披露”、“上交所信息披露”和“深交所信息披露”等信息披露内容：http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/xxpl/。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章

金融衍生工具



金融衍生工具正成为大学教育中的热门课程，本章重点阐述了金融期货、期权、权证、可转换证券的含义及本质特征，分析了各种衍生工具的经济功能，阐明金融期权的分类情况及与金融期货的主要区别，考察了各种衍生工具产生的历史背景。通过本章学习，旨在使学生对主要的金融衍生产品有一个基本的了解。

第一节　金融期货

近年来，金融市场发展最重要、最显著的特征之一即为金融衍生工具市场的迅猛发展。随着人们投资偏好的变化和预防交易风险意识的增强，金融期货交易、金融期权交易以及权证交易、可转换证券交易等其他衍生工具交易已深入人心。

一、金融期货的含义及特征

期货，是指买卖双方在集中的交易所市场以公开竞价方式所进行的标准化期货合约的交易，即买卖双方支付一定数量的保证金，通过期货交易所进行的以将来的特定日作为交割日，按成交时约定的价格交割一定数量的某种特定商品的标准化协议。期货交易实质上是把订约与履约的时间隔离开来，通常时间间隔可以是 1 个月、3 个月、6 个月不等，相对于现货交易而言，是一种远期交易、“未来买卖”。在期货交易中买卖双方先签订买卖合同，就买卖商品的种类、数量、成交价格以及交割时间、交割地点达成协议，买卖双方等到合同规定的交割日期才正式地办理交割手续。由于期货交易是要按约定价格结算，在交割时，如果

本章建议阅读资料：
1. 罗伯特 A，斯特朗．衍生产品概论［M］．王振山，等，译．大连：东北财经大学出版社，2005.
2. 刘立喜．可转换债券［M］．上海：上海财经大学出版社，1999.
3. 路透．金融衍生工具导论［M］．北京：北京大学出版社，2001.
4. 中国证券业协会．证券业从业资格考试统编教材——证券市场基础知识［M］．北京：中国财政经济出版社，2012.
5. 曹凤岐，刘力，姚长辉，等．证券投资学［M］．北京：北京大学出版社，2008.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正遇金融工具价格上涨，买方则可大获其利；反之如果正遇价格下跌，则卖方就能获利。期货品种主要有两大类：一是商品期货，如大豆、石油等期货交易；二是金融期货，主要有外汇期货、利率期货、股指期货。本节主要讲金融期货交易。

金融期货交易一般具有以下特点：

1. 交易对象是金融工具的标准化合约（Futures Contract），即金融期货合约是由期货交易所为进行期货交易而设计的，对指定金融工具（如外汇、债券、股票、股票价格指数）的种类、价格、数量、交收月份、交收地点都做出统一规定，具有固定格式和内容的标准化书面协议书，实行标准化管理，只有合约的交易价格是可变的，因而便于市场流通转让，又可避免发生纠纷。所以，就期货合约而言，它具有标准化和流动性强的特点。

2. 对冲交易多，实物交割少，具有明显的投机性。金融工具现货交易的目的是为了筹资或投资，即为生产和经营筹集必要的资金，或为暂时闲置的货币资金寻找生息获利的投资机会。金融期货交易的主要目的是套期保值，即为不愿承担价格风险的生产经营者提供稳定成本的条件，从而保证生产经营活动的正常进行。因此，在金融期货交易中，金融工具的销售者不一定卖金融工具，金融工具的购买者也不一定真的要买金融工具，真正需要履约进行现货交割的是极少数，据统计，约占合约的1% ~2%，绝大部分交易都在合约到期前通过做相反交易实现对冲买卖而了结交易，只进行现金差额结算，减少或免除金融工具实物的交换。

3. 采用有形市场形式，实行保证金交易和逐日盯市制度，交易安全可靠。期货交易所采用会员制办法，只有交易所会员才有资格进场交易，且为防止交易者毁约，实行保证金制度，一般按成交金额的10%交纳，每天收盘时，要按市价重新核算需交纳的保证金数额，实行多退少补方式。这种交易方式的实质是买空和卖空，即投资者只需支付少量的保证金，就可以买卖多额证券。

4. 交易者众多，交易活跃，流动性好。参与金融期货的交易者不仅有套期保值者，更有跨期套利者，使交易趋于活跃，风险得以分散。

二、金融期货的产生和发展

金融期货交易是证券市场的创新，它源于商品期货交易。美国芝加

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

哥交易所在1848年建立了谷物期货交易市场。稍后，芝加哥交易所开拓了金属、木材等产品期货市场。从20世纪70年代初开始，随着布雷顿森林体系的解体和世界性石油危机的发生，利率和汇率出现了前所未有的剧烈波动，市场风险急剧放大，迫使商业银行、投资机构、企业寻找可以规避市场风险、进行套期保值的金融工具，金融期货、金融期权等衍生工具便应运而生了。美国于1975年10月最先开设金融期货交易市场，其后西欧、日本等国家和地区也陆续开设了金融期货市场。人们在金融工具交易时，可以利用期货交易方式，在订立合同时就把金融工具价格确定下来，在未来规定的时间按照合同价格交割金融工具，而不管金融工具在到期时的市价是多少。显然，这是投资人稳定金融工具价值、转移金融工具价格涨落风险的一种手段。

金融期货的一个突出特点就是后来居上。商品期货市场在经历了数百年的探索后才发展到今天的规模，而金融期货市场仅经过短短的20年时间便一蹴而就，并在许多方面超过了商品期货。

三、金融期货的功能

金融期货具有四项基本功能：套期保值功能、价格发现功能、投机功能和套利功能。由金融期货具有的功能就决定了参与金融期货交易主要有两类人，一类是套期保值者，另一类是投机者。

（一）套期保值功能

期货套期保值就是利用期货合约为现货市场上的证券买卖交易进行保值。它的基本做法是在期货市场上买进（或卖出）与现货市场上的证券数量相同的该证券的期货合约，以期在未来的某一时间在现货市场上卖出（或买进）证券时，能通过在期货市场上卖出（或买进）相同数量的该证券的期货合约来补偿和冲抵因现货市场上价格变动所带来的实际价格风险，以一个市场上的盈利来弥补另一个市场上的损失。

期货套期保值的基本原理在于某一特定商品或金融工具的期货价格和现货价格受相同经济因素的制约和影响，从而它们的变动趋势大致相同；而且，现货价格与期货价格在走势上具有收敛性，即当期货合约临近到期日时，现货价格与期货价格将逐渐趋同。因此，期货套期保值就是利用两个市场——现货市场和期货市场同时存在，利用期货合约在期货市场上可以随时进行“对冲”的特点，通过在期货市场上持有一个与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将来在现货市场上准备交易的现货具有相同数量和交易时点（位置）的期货合约，来避免未来价格波动可能给入市者带来的损失，实现保值的目的。

（二）价格发现功能

价格发现功能是指在一个公开、公平、高效、竞争的期货市场中，通过集中竞价形成期货价格的功能。期货价格具有预期性、连续性和权威性的特点，能够比较准确地反映出未来商品价格的变动趋势。期货价格之所以具有价格发现功能，是因为期货市场将众多影响供求关系的因素集中于交易所内，通过买卖双方公开竞价，集中转化为一个统一的交易价格。这一价格一旦形成，立即向世界各地传播，并影响供求关系，从而形成新的价格。如此循环往复，使价格不断趋于合理。

由于期货价格与现货价格基本一致并逐渐趋同，所以，今天的期货价格可能就是未来的现货价格，这一关系使世界各地的套期保值者和现货经营者都利用期货价格来衡量相关现货商品的远、近期价格发展趋势，利用期货价格和传播的市场信息来制定各自的经营决策。这样，期货价格成了世界各地现货成交价的基础。比较真实地反映了一定时期世界范围内供求关系影响下的商品或金融工具的价格水平。

（三）投机功能

如果入市者在金融市场上基于对金融工具价格未来变化趋势的判断，只买入或只卖出，没有现货市场上的对应行为，那么，这个入市者就是一位期货合约的投机者，他的买卖行为就是投机行为，他在预计价格上涨时买入期货合约、建立期货多头，在预计价格将会下跌时卖出期货合约、建立期货空头，如果他的判断正确，他将获利盈利，如果他的判断失误，他将遭受损失，他是期货市场上的风险承担者。

金融期货投机的原理就是对期货未来价格变化趋势的一种预期，判断正确，就会实现贱买贵卖或贵卖贱买，投机就将获利；判断错误，就可能出现贱买不能贵卖，贵卖不能贱买，甚至是贵买贱卖或贱卖贵买，投机将会遭受损失。投机者的存在对维持市场流动性具有重大意义，当然，过度的投机必须受到限制。

（四）套利功能

套利的理论基础在于经济学中所谓的“一价定律”。严格意义上的期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

货套利是指利用同一合约在不同市场上可能存在的短暂价格差异进行买卖，赚取差价，成为“跨市场套利”。行业内通常也根据不同品种、不同期限合约之间的比价关系进行双向操作，分别称为“跨品种套利”和“跨期限套利”，对于股价指数等品种，还有“指数套利”等。期货套利机制的存在对于提高金融市场的有效性具有重要意义。

四、金融期货品种

（一）外汇期货

外汇期货又称货币期货，是以外汇为基础工具的期货合约，是金融期货中最先产生的品种，主要用于规避汇率风险。第一份外汇期货合约诞生于20世纪70年代初的美国芝加哥商品交易所（CME）所属的国际货币市场（IMM）分部，在IMM进行包括英镑、加元、西德马克、法国法郎、瑞士法郎、日元、荷兰盾和墨西哥比索等外汇交易。在IMM外汇交割的月份为每年的3月、6月、9月和12月。交割日为每个交割月份的第三个星期三。从此之后，外汇期货在国际上得到迅猛发展。

（二）利率期货

利率期货是继外汇期货之后产生的又一个金融期货产品，其基础资产是一定数量的与利率相关的某种金融工具，主要是各类固定收益金融工具。目的是为了规避利率风险。在美国期货市场上，利率期货品种主要有：短期国库券期货、3个月期欧洲美元期货、美国政府中长期国债期货、政府全国抵押协会（GNMA）存单期货、欧洲美元存单期货等，无论是合约的买方或卖方，其目的都是利用合约有效期内利率的变化进行保值或投机。

（三）股票期货

股票期货是以单只股票作为基础工具的期货，买卖双方约定，以约定价格在合约到期日买卖规定数量的股票。事实上，股票期货均实行现金交割，买卖双方只需要按规定的合约乘数乘以价差，盈亏以现金方式进行交割。

单个股票期货交易最早出现于20世纪80年代末。较早开设股票期货交易的是阿姆斯特丹交易所，到目前为止，全球各主要交易所均推出了单个股票期货交易。

为防止操纵市场行为，并不是所有上市交易的股票均有期货交易，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易所通常会选择流通盘较大、交易比较活跃的股票推出相应的期货合约，并且对投资者的持仓数量进行限制，如香港交易所目前仅有 32 只上市股票有期货交易。

（四）股指期货

1. 股指期货的含义及特征

股指期货（股票价格指数期货）是金融期货中产生最晚的一个品种，是 20 世纪 80 年代金融创新中最重要、最成功的金融工具之一。

股票价格指数期货是指期货交易所同期货买卖者签订买卖股票价格指数合约，并在将来指定日期用现金办理交割的一种期货交易方式。股价指数期货合约的价值，是以现货指数的某一倍数为基准。这种倍数通常为 500，也有用 100 的。例如，美国芝加哥商品交易所规定每份合约的价值为标准普尔指数数字的 500 倍，即指数每升降一点，指数期货价格就加减 500 美元，升降点数乘以 500 美元，合约买卖初始保证金最低为合约价值的 10%。

股票价格指数期货交易是期货交易最复杂和技巧性最强的一种交易形式。其交易目标是一种无形体的数字，而不是有形的商品，这种交易也是买空卖空的最高表现。同其他期货交易一样，其参与者可以利用期货交易转移风险，也有投机者可以在承担风险的前提下赚取利润。

具体说来，股票价格指数是用“点”来表示的，股票价格指数期货合同的价格也以“点”为基础来计算。例如，标准普尔股票价格指数期货合约规定每点为 500 美元，当股票价格指数为 100 时，一个期货合同的价格为 50 000 美元，指数升到 102，价格就升到 51 000 美元。显然，股票价格指数不同，股指期货合同的价格也不同。

目前美国股票价格指数期货市场上使用三种指数：一是芝加哥商品交易所的标准普尔 500 种股票价格综合指数；二是纽约期货交易所的纽约证券交易所综合指数；三是堪萨斯农产品交易所的价值线综合指数。

分析股票价格指数期货交易，可以发现它有几个显著特点：

（1）交易对象是经过统计处理的股票综合指数，而不是股票。一般来说，投资者在购买股票时所遇到的一个最大难题就是已知整个股市的走势，但对选择哪种股票却难以做出决策。而股指期货交易正好解决

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了此难题，从事一笔交易便可以达到参与整个股市的目的，而不必考虑选择购买哪一种股票。

（2）采用现金结算，不用实物交割。因为指数代表的是若干种股票当期价格与基期价格变动情况而不是若干数量的某种股票，因此，只能用现金进行股指期货合同的清算。这与一般期货交易有较大区别，从而使投资者无须持有股票就可以涉足股票市场。

（3）把正常交易先买后卖的程序颠倒过来。当投资者预计市场趋势是下降时，可以先卖出，到指数下降时，再买进一个合约来对冲。指数期货和保证金信用交易的卖空行为不同。卖空者只有在市场趋势是向上时才能做交易，在出售时虽然还没持有股票，但要向证券商借股票交割，同时还要交保证金。股指期货买卖的是一份合同，不限于市场趋势上升时才能卖出。一般保证金只按合约价值的 10% 交付，从而可以用较小资金获取较大利润，这是价格指数期货最吸引人的地方。

（4）可以进行套期保值，这是以股票价格和股票价格指数的变动趋势同方向、同幅度的原理为依据。因为股票价格指数是一组股票价格变动情况的指数，那么在股票的现货市场与股指期货市场进行相反操作就可以抵消出现的风险。例如，手中拥有股票想保存或将要卖出者，为避免或减少股票价格下跌带来的风险损失，应在期货市场上做空头，即卖出指数期货；将要购买股票者，为防止股票价格上涨的不测风险，应做多头，即买入指数期货。

2. 股指期货的产生与发展

一般来说，股票价格因受各种因素影响，总是在不断变动的，由此，就产生了股票价格风险。股票价格风险大致可以分为两种：一种是系统性风险，即指因各种因素影响使整个市场发生波动而造成的风险，政治的、经济的以及社会环境的变化是系统风险的来源，这类风险与所有的证券存在着系统性联系，如利率风险、市场风险和购买力风险就属于系统性风险。正因如此，投资者一般无法通过证券组合来消除或降低该类风险；另一种是非系统性风险，即是因个别证券上市公司的特殊状况造成的风险，即某一种股票价格，其活动方向与整个股票市场价格运动的方向不一致，或者说，与整个股市的状况不发生系统性的联系，股市上升，它却下跌，股市下跌它却上升。由于非系统性风险强调的是对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

某一种证券的影响，说明该风险具有相互抵消的可能，所以对这类风险，我们可以通过证券组合方法来避免。但由于每个投资者购买的股票种类是有限的，这就给用股票组合方法来避免非系统性风险带来了困难。为了克服这个困难，减少股票投资的风险，增加股票投资的吸引力，于是综合反映整个股票市场价格水平的股指期货交易便应运而生。

1982 年 2 月 24 日，美国堪萨斯市农产品期货交易所（简称 KCRT）推出了世界上第一份被称为“价值线综合平均指数”的股指期货合约，这是期货交易史上的一项重大创新。股票价格指数期货自问世以来，取得了突飞猛进的发展。之后，全球股票价格指数期货品种不断涌现，几乎覆盖了所有的基准指数。如芝加哥商业交易所 1982 年 4 月 21 日推出了标准普尔 500 种股票价格综合指数合约期货系列，纽约证券交易所 1982 年 5 月 6 日推出了纽约证券交易所综合股票指数合约期货系列，芝加哥期货交易所 1984 年 7 月 23 日推出了道琼斯主要市场指数合约期货系列，澳大利亚悉尼期货交易所 1983 年制定了自己的股指期货，伦敦国际金融期货交易所 1984 年推出了金融时报 100 种股指期货，香港期货交易所开办了恒生指数期货等。

3. 股指期货交易

实际上，股指期货交易主要是用来套期保值的。例如，在股票市场总趋势下降时，如果投资者持有股票，投资者就会担心股票价格下跌，这时投资者又不愿立即出售股票，就可以通过卖出股指期货方法来对冲目前持有现货组合的系统风险，尽量减少损失。假如你持有 1 000 股甲公司股票，在 1996 年 3 月 1 日这一天股票价格指数为 117，每股甲公司股票价格为 45 元，所以投资者持有的股票价值为 45 000 元。为防止股价下跌造成损失，投资者可以在 1996 年 3 月 1 日这一天，在股指期货市场上卖出一个 6 月 1 日到期的股指期货合同，价值 $117\times500=58\ 500$（元）。果然，股价如投资者所料下跌，在 6 月 1 日股票价格指数降为 112，甲公司股票每股降为 43 元，那么，投资者手里股票价值降为 43 000元，损失 2 000 元。但是，在股指期货市场，投资者按指数 112 买进一个股指期货合约，价值 $112\times500=56\ 000$（元），前后两个合约对冲，投资者可以获取差价 $58\ 500-56\ 000=2\ 500$（元），这样，抵消现货损失，投资者还可赚 500 元。其具体操作如表 5-1 所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5-1 **股指期货交易操作表（一）**

现货市场	股指期货市场
1996 年 3 月 1 日： 股票每股市价 45 元，买入 1 000 股，价值：45×1 000=45 000（元） 1996 年 6 月 1 日： 股票每股市价 43 元，价值： 43×1 000=43 000（元） 投资结果： 由于股价下跌，损失 2 000 元	1996 年 3 月 1 日： 股票价格指数 117，卖出股指期货，价值 58 500 元 1996 年 6 月 1 日： 股票价格指数 112，买进股指期货合同，价值 56 000 元 对冲结果： 股指期货交易产生 2 500 元利润

再如，在股票市场价格总趋势上升时，投资者可以改变原来在期货市场上先卖后买的做法，采取先买后卖方式为未来构建的组合进行套期保值，具体说来就是：投资者预计在 3 个月后可以有一笔 45 000 元的收入，按目前市价能买 1 000 股股票，可由于股价上升，投资者担心在收到款时股票会涨价，就买不进 1 000 股股票了，这时投资者就买进一个股指期货合同，价值为 117×500=58 500（元）。假如 3 个月后，1996 年 6 月 1 日，股价确实上扬了，该公司股票每股涨到 50 元，股票价格指数上升到 127 点，那么，投资者可以在股指期货市场上卖出一个股票指数合约，价值 127×500=63 500（元）进行对冲。这样，股指期货市场上的交易，使投资者获利 5 000 元的利润，恰好可以用来加到 45 000 元的预期收入上来购买 1 000 股股票。其具体操作可见表 5-2。

表 5-2 **股指期货交易操作表（二）**

现货市场	股指期货市场
1996 年 3 月 1 日： 投资者预计 6 月 1 日可取得 45 000 元收入，现货市场按当期股价可买入 1 000 股股票 1996 年 6 月 1 日： 投资者用 50 000 元买入价格 50 元的股票 1 000股 计算结果： 由于股价上扬，投资者发生了 5 000 元的机会损失	1996 年 3 月 1 日： 投资者买进股指期货合约，价值： 117×500=58 500（元） 1996 年 6 月 1 日： 投资者卖出股指期货合同，价值： 127×500=63 500（元） 计算结果： 期货交易产生 5 000 元利润

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此例说明，只要预测准确，便可获取大利，至少是可以减少损失。但事实并非如此，因为证券市场上都是通过喊价竞争成交的，想买进的必须要有人卖出才能成交，想卖出的也必须有人买进，缺一不可，因此，把市场作为一个总体，买进的合约必须等于卖出的合约，总盈余必然等于总亏损，也就是说，有赚钱的必然有赔钱的，总数是相等的。

4. 中国沪深 300 股指期货

中国金融期货交易所于 2006 年 9 月 8 日在上海成立。2010 年 4 月 16 日，经中国证监会批准、中国首个股指期货合约——沪深 300 股指期货合约正式上市交易，见表 5-3。

表 5-3 沪深 300 股指期货合约

合约标的	沪深 300 指数
合约乘数	每点 300 元
报价单位	指数点
最小变动价位	0.2 点
合约月份	当月、下月及随后两个季月
交易时间	上午：9：15-11：30，下午：13：00-15：15
最后交易日交易时间	上午：9：15-11：30，下午：13：00-15：00
每日价格最大波动限制	上一个交易日结算价的±10%
最低交易保证金	合约价值的 12%
最后交易日	合约到期月份的第三个周五，遇国家法定假日顺延
交割日期	同最后交易日
交割方式	现金交割
交易代码	IF
上市交易所	中国金融期货交易所

中国推出股指期货，使沪深 300 指数的成份股更受市场关注，其战略作用也将得到提升。股指期货的特性将使整个中国证券市场从产品、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盈利模式到投资理念都发生革命性的变化。

第二节 金融期权

金融期权（Option）最早出现在金融市场最为发达的美国。1982年10月，芝加哥期货交易所首次推出了“政府长期国库券”期货合约的期权交易业务。除美国以外，英国伦敦金属交易所、澳大利亚悉尼股票交易所等都开办了期权交易业务。目前，有股票期权、股票指数期权、利率期权、货币期权、金融期货合约期权等品种。随着金融期权的日益发展，金融期权的基础资产还有日益增多之趋势，不少金融期货无法交易的资产均可作为金融期权的基础资产，甚至连金融期权合约本身也成了金融期权的基础资产，即所谓复合期权。

一、金融期权的含义及特征

金融期权又称选择权，是指投资者事先支付一定的费用取得一种在规定的期限内可按既定价格买卖某种证券的权利。

期权交易实质上是一种权利的单方面有偿让渡。购买期权者以支付一定数量的期权费（Premium）为代价，得到一种权利。这种权利使他可以在期限内的任何时候行使这个权利，买进或卖出证券，也可以到期不执行这一权利，任其作废，而对于出售期权的专门的证券交易商来说，在收取了一定数量的期权费后，在一定时间内必须无条件服从买方的选择并履行成交时的允诺，按规定出售或购进证券，而没有选择的权利。

二、期权合约的要素

一份标准期权合约的形成必须具备以下几个要素：

1. 卖方。卖方是指卖出期权方，并承担由买方选择决定所发生的执行合约的交割责任方。卖方卖出期权收取期权转让费后得到权利金。与期货合约交易一样，期权交易的卖方不直接与买方发生联系，而是通过交易所的交易系统撮合成交，并由交易所的清算机构在期权合约履行后，立即转换卖方和买方在期权市场中心交易部位。

2. 买方。买方是指按一定价格买进期权合约的一方。买方买进期权后付出权利金，可以随时决定是否再进行相关期货合约交易。同样，买方只是通过交易所与期权合同的卖方间接发生交易，并通过清算所的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交割即改变买方的交易部位。由于交易所的内在机制的运行，使交易所成为所有交易者的卖方或买方，但这里的买方和卖方是指期权交易中的参与者，通过交易所的传导，他们不断在改变期权所有者地位和期权交易的部位。一个期权合约的卖者则可能成为另一期权合约的买者。相反，一个期权合约的买者则可能成为该合约或一个其他期权合约的卖者。从交易部位看，买方和卖方的地位在结算所交割后对称性地改变，见表5-4。

表5-4 买卖双方履约后的交易部位

	看涨期权	看跌期权
买方承担	多头部位	空头部位
卖方承担	空头部位	多头部位

3. 期权权利金（Premium）。期权权利金又称期权价格或保险费，是期权买方向卖方支付的获得这一权利而付出的价格，因而实际上是期权交易中的成交价。付出权利金后，买方就得到了放弃的权利，在期权合约的有效期内他可以任意行使这一权利。在标准期权合约中，期权权利金是唯一的变量，是买卖双方说合成交的基本依据，必须是交易所通过公开竞价形成，期权权利金最后确定要受整个期权合约、期权合约到期月份、履约价格等影响。

4. 合约月份。合约月份是期权合约进入市场以后的若干月份数，有时是连续的，有时是一年中的间隔月份。

5. 最后交易日。最后交易日是指期权合约在市场内进行有效交易的最后的选择日。它可能与相关期权合约相同，也可能有另外的安排。

6. 履约方式。履约方式指在期权到期日内的交易时间内进行履约，并在将卖方买方分别指定进入期货交易的相应部位具体化。看涨期权买方进入获利期货合约交易的多头部位，而卖方则进入相关的空头交易部位；看跌期权买方进入获利期货合约交易中的空头部位，而卖方则进入相关多头交易部位。

7. 交易单位及其价位变动幅度。交易单位是交易所对每个标准期权合约单位做出的规范；价位变动幅度包括价位最小变动幅度和价位最大变动幅度。前者是便于期权交易开展而通常事先规定，比较稳定；后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者则是为了保证期权市场相对稳定而采取的限制性措施，通常不事先规定，而以当日交易情势，决定停板交易的价位最大波动限制幅度。

三、金融期权的基本类型

金融期权交易因买卖关系不同可分为看涨期权和看跌期权两大类，二者都需要委托期权交易的经纪人进行。

1. 看涨期权（Call Option）也称买入期权。它是指依据买卖双方签订的契约，买方（持票人）在协定期内有权按照双方协定价格向卖方（出票人）买进一定数量的指定证券。例如，某人对某种股票行情看涨，那么，他就购入100股某种股票的看涨期权，当时每股的市场价格为48元，协议价格定为50元，每股期权费保险金为2元，100股期权费共计为200元，协定期为3个月。假设在3个月内（合同期内）该种股票的市价涨到每股55元，这时期权购买者就可依据契约用50元的协议价格购得100股该种股票，同时按市价55元将这些股票出售，获利价差500元，扣除200元的期权保险费，再假设经纪人佣金为100元，那么，净获利200元。但是，如果购进看涨期权后，股票价格在合同期限内没有上涨，反而有所下降，那么，就只能放弃购进股票的权利，损失300元。有时，也可能不赔不赚。假如在合同期限内，股价上升到每股53元，那么在股票价格上获利300元，扣除200元期权保险金和100元佣金，收支相抵，不赔不赚。

2. 看跌期权（Put Option）也称卖出期权。它是指依据买卖双方签订的契约，买方（持票人）在协定期内有权按照双方协定的价格向卖方（出票人）卖出一定数量的指定证券。换句话说，卖方（出票人）在协议有效期限内，必须应买方（持票人）的请求，以双方已协定的价格向其购入一定数量的指定证券。例如，某人对某种股票行市看跌，那么，他就可以支付期权保险金，购买在合同期限内按预定的价格销售一定数量某种股票的看跌期权。假若他以每股2元的期权保险金购买了约定价格每股50元的某种股票100股的看跌期权，股价果然下跌到45元，这样，他在股票价格上获利500元，扣除200元保险金和100元佣金，净盈利200元。当然，在股价下跌到47元时，他可不赔不赚。但是，如果估计错误，在合同期限内，股价非但没有下跌反而上涨，那么，他实施看跌期权就变得毫无意义，只能放弃按预定50元的价格销

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

售股票的权利，损失了200元的保险金和100元佣金。

目前，美国股票市场上十分盛行期权交易，在纽约股票交易所，期权交易量占全部交易量的比例高达50%～60%。究其原因，主要是因为这种交易形式有利于限制风险损失，利用成本利润杠杆功能，获取较大利润。股票期权交易的迅速发展带动并促进了整个金融期权市场的迅速发展。新的交易所不断出现，新的期权合约不断推出，目前，交易比较活跃的期权品种除股票期权外，还有债券期权、外汇期权、股价指数期权以及各种金融期货期权。

四、期权交易的利弊

对于期权的买方来说，期权交易的优点是：①风险是有限的，并且是已知的（这里所说的风险，即为购买期权所付出的保险费）。②处于变化无常的市场情况下，使用期权交易可防止由于交易时机的判断错误而造成的更大损失。即使市场情况发展对期权购买者不利，他只要放弃期权即可退出市场，从而避免进一步的损失。③购买期权的费用（即保险费）在购买时就已确定并一次性付清，因此与套期保值交易所付的保证金不同，在市场情况不利时，不必担心追加价格变动保证金。

对于期权的卖方来说，期权交易的优点是：卖出期权所收入的保险费可用于冲减库存成本。期权交易的缺陷是：①处于变化无常的市场情况下，出售期权的人可能会两面吃亏，即当库存成本增加时，所收入的保险费入不敷出；当市场情况有利于卖方时，由于期权已售出而失去良机。②最大收益仅局限于收入的保险费。

五、金融期权与金融期货的区别

金融期权交易与金融期货交易有相似之处，但是它们毕竟是不同的。这种不同表现在：

1. 交易者的权利与义务的对称性不同。期权交易对象不是证券本身而是一种权利。期货交易对象是证券，只是把订约和履约的时间隔离开来。期权是一种权利，而不是一种义务，这是期权交易吸引人心的关键所在。因为期权的购买者只有权利没有义务，所以只有当其肯定获利时，他才会执行期权。期货交易则不然。期货合同一旦签订，买方或卖方不仅有权利买进或卖出，而且也有义务买进或卖出，否则，就违反了期货交易的规则，从而将受到惩罚。因此，也可以说，期权合同属于单

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

向合同，期货合同属于双向合同。

2. 履约保证不同。金融期货交易双方均需开立保证金账户。并按规定缴纳履约保证金，如果发生亏损，还要追加保证金。期权交易中，只有期权出售者，尤其是无担保期权的出售者才需要开立保证金账户，并按规定缴纳保证金，以保证其履约的义务。至于期权购买者，因期权合约未规定其义务，无须开立保证金账户，也无须缴纳保证金。

3. 盈亏特点不同。金融期货双方都无权违约，因此，从理论上说，金融期货交易中双方潜在的盈利和亏损都是无限的。而期权交易中，由于期权购买者与出售者在权利和义务上的不对称性，他们在交易中的盈亏也具有不对称性。从理论上说，期权购买者在交易中的潜在亏损是有限的，仅限于他所支付的期权费，而他可能取得的盈利却是无限的；相反，期权出售者在交易中所取得的盈利是有限的，仅限于他所收取的期权费，而他可能遭受的损失却是无限的。

4. 交割时间不同。期权持有人可以在合同期限内的任何一天执行合同，而期货合同则往往规定特定的合同执行时间，提前或推后都不行。

5. 现金流转不同。金融期货交易双方在成交时不发生现金收付关系，但在成交后，由于实行逐日结算制度，交易双方将因市场价格的变动而每日都可能发生保证金账户的现金流转。金融期权交易中，在成交时，期权购买者必须向期权出售者支付一定的期权费以取得期权合约所赋予的权利，除了到期履约外，交易双方在整个合约有效期内将不发生任何现金流转。

第三节 可转换证券

一、可转换证券的定义及分类

可转换证券（Convertible Securities）又称“转股证券”、“可兑换证券”、“可更换证券”等，是指发行人依法定程序发行，持有人在一定时间内依据约定的条件可以转换成一定数量的另一类证券的证券，通常是转换成普通股票。因此，它实际上是一种长期的普通股票的看涨期权。

可转换证券主要分为两类：一类是可转换公司债券，即将公司债券

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

转换成公司的普通股票；一类是可转换优先股票，即将优先股票转换成公司的普通股票。由于二者在性质、原理、原则上基本相同，所以下面的讲解内容仅以可转换公司债券为例。

二、发行可转换证券的原因及意义

（一）发行可转换证券的主要原因

当公司准备发行证券筹集资金时，可能由于市场条件不利，不适宜发行普通股票，可能由于市场利率过高，发行一般信用债券必须支付较高利息而加重公司的利息负担，也可能由于公司正面临财务或经营上的困难，投资者对其发行的普通股票和一般公司债券缺乏信心，此时，公司为降低发行成本，及时募集所需资金，可发行可转换证券。由于可转换证券给予了投资者一定的转换权利，具有债权加看涨期权性质，从而可增强对投资者的吸引力，故其利率或优先股股息率一般略低于同类公司债券，因而可节省发行成本。

另外，很多国家的法令禁止商业银行和其他金融机构投资普通股票，而可转换证券属于债券或优先股，特别是可转换债券，不在禁止范围内。发行公司为吸引这些大机构投资者，也为了满足他们资产组合和享受普通股增值收益的需要，发行可转换证券。

（二）发行可转换证券的意义

对公司而言，可转换证券不仅以它较低的利率或优先股股息率为公司提供财务杠杆功能，而且今后一旦转换成普通股票，就能使公司将原来筹集的期限有限的资金转化为长期稳定的股本，又可节省一笔可观的股票发行费用。同时投资者转股成功，较高的转股价又为公司减轻了股权稀释的压力。

对投资者来说可转换证券的吸引力在于，当普通股票市场疲软或发行公司财务状况不佳、股价低迷时，可以得到稳定的债券利息收入并有本金安全的法律保障，或是得到固定的优先股股息；当股票市场趋于好转或公司经营状况有所改观、股价上扬时，又可享受普通股股东的丰厚股息和资本利得。所以当投资者对公司普通股票的升值抱有希望时，愿意以接受略低的利率或优先股股息率为代价而购买可转换证券。

三、可转换公司债券的基本要素

可转换债券是公司债券与看涨期权的结合体，具有债权加看涨期权

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性质，因此，可转换债券的要素设计必然包含公司债券与期权的设计。具体讲公司债券设计条款包含发行额度、债券期限、利率水平、付息方式等基本要素。期权设计条款较复杂，由基本条款和附加条款组成。基本条款包括基准股票、转换期、转换价格、转股价修正条款等基本要素；附加条款指赎回条件、回售条件、强制性转股条件等。

（一）基准股票（又称正股）

基准股票是指可转换公司债券持有人可将所持有的转换债券转换成发行公司普通股的股票。

（二）票面利率

票面利率主要是由当前市场利率水平、公司债券资信等级、可转换债券的要素组合决定的。

市场利率水平高，可转换债券票面利率就高；国际市场上，通常设计的可转换债券票面利率为同等风险情况下的市场利率的2/3左右。例如，某公司的公司债券3年期利率为10%，那么该公司的可转换公司债券的票面利率大约在6%左右。

（三）期限（又称存续期）

可转换公司债券的期限与一般债券期限的内涵相同。所不同的是，可转换公司债券的期限与投资价值成正相关关系，期限越长，股票变动和升值的可能性越大，可转换公司债券的投资价值就越大。

（四）请求转换的期限

请求转换的期限是指可转换公司债券可以转换为股票的起始日至结束日的期限。在整个转换期内，投资者可视股价的变动情况逢高价时转换，也可以选择将债券转让出售。

转换期限一般依据发行公司的经营方针来确定，一般有两种方法：

1. 发行公司制定一个特定的转换期限。发行公司制定的转换期限一般有以下几种：

（1）发行日起至公司债偿还期日；

（2）发行日或其稍后起至公司债偿还期日；

（3）发行日或其稍后始的数年间；

（4）发行日起的几年后至公司债偿还期日。

2. 发行公司不制定具体期限。不限制转换具体期限的可转债券，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其转换期为可转换债券上市日至到期停止交易日。如果是未上市公司发行的可转换债券，则为未上市公司股票上市日至可转换债券到期停止交易日。

（五）转换价格

转换价格是指可转换公司债券转换为公司每股股份所支付的价格，转换价格的确定，反映了公司现有股东和债权人双方利益预期的某种均衡。制定转换价格要和债券期限、票面利率相互配合起来，具体说来，决定转换价格高低的因素很多，主要有：

1. 公司股票的市场价格（即正股市价）。这是最为重要的影响因素。股票的市场价格和价格走势直接主导着转换价格的确定，股价越高，转换价格也越高。制定转换价格一般是以发行前一段时期的公司正股市价的均价为基础，上浮一定幅度作为转换价格，通常上浮5%～30%。

2. 债券期限。可转换公司债券的期限越长，相应的转换价格也越高；期限越短，则转换价格越低。

3. 票面利率。一般来说，可转换公司债券的票面利率高则转换价格也高，利率低则转换价格也低。

（六）转股价修正条款

公司在发行可转换公司债券后，由于公司的送股、配股、增发股票、分立、合并、拆细及其他原因导致发行人股份发生变动，股本扩大引起公司股票名义价格下降时，转股价格应做出相应的调整。转股价修正条款是可转换公司债券设计中至关重要的保护可转换公司债券投资者利益的条款，因此，也称为转换权保护条款，公式如下：

$$\text{修正后转换价格}=\text{修正前转换价格}\times\frac{\text{已发行股数}+\dfrac{\text{新发行股数}\times\text{每股认股价}}{\text{股票市价}}}{\text{已发行股数}+\text{新发行股数}}$$

（七）可转换公司债券的附加条款

1. 赎回条款。赎回是指发行人在发行一段时期后，可以按照赎回条款生效的条件提前购回其未到期的发行在外的可转换公司债券。赎回行为通常发生在公司正股市场价持续一段时间高于转股价格而达到某一幅度时（国际上通常把市场正股价达到或超过转股价格100%～150%作为涨幅界限，同时要求该涨幅持续30个交易日作为赎回条件），公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司按事先约定的价格买回未转换的股票。赎回价格一般高于面值，一般规定为可转换债券面值的 103% ~106%，越接近转债到期日，赎回价格越低。

设计赎回条款的主要目的是：

（1）避免市场利率下调给转券发行人带来利率损失。当市场利率下降或贴现率下调幅度较大时，对发行人来说，如果赎回已有的可转换公司债券，再组织新的融资活动更为合算。

（2）加速转股过程、避免转换受阻的风险。可转换公司债券上市后，其市场价格同股票价格保持着密切的相关关系，而且，可转换公司债券的市场价格所对应的实际转股价格同市场股票价格保持着一定的溢价水平，也就是说，在实际交易中，当时购买的可转换公司债券立即转股不可能即刻获利。这种情形下，可转换公司债券的持有人没有必要也没有理由把可转换公司债券转换成股票，转股的目的就难以实现。为此，发行人通过设计赎回条款促使转债持有人转股以减轻发行人到期兑付可转换债券本息的压力。

可转换债券一般有四种偿还方法：到期偿还、到期前偿还、赎回条件下偿还和回售条件下偿还。赎回是到期前强制性偿还的一种特定方法。

2. 回售条款。回售一般是指公司正股市价在一段时间内连续低于转股价格达到某一幅度时，可转换公司债券持有人按事先约定的价格将所持可转换公司债券卖回发行人的行为。也有的回售条款是承诺某个条件，比如公司股票在未来时间要达到上市目标，一旦达不到，则履行回售条款。设计回售条款的主要目的是发行人为使可转换公司债券发行顺利和筹资成功而设定的有利于投资人利益、增加转券吸引力的条款。如果订立回售条款，可转换公司债券的票面利率则可订得更低。包括回售条款的可转换公司债券对投资者更具吸引力。

回售条款主要包括以下几个因素：

（1）回售价格。这是以面值加上一定回售利率为形式。回售利率是事先规定的，一般比市场利率稍低，但高于可转换公司债券的票面利率。

（2）回售时间。这是事先约定的，一般定在可转换公司债券整个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期限的 1/2 ~ 2/3 时间段处，具体的回售时间少则数天，多则月余。

（3）回售选择权。发行人承诺达到回售时间时，如果正股市价仍然达不到如期所约的价格，致使转换无法实现，则投资人享有按照约定利率回售转券给发行人的权利，发行人须无条件接受可转换公司债券。

赎回条款和回售条款是可转换公司债券不同于其他金融产品的重要特征，也是可转换公司债券金融魅力的奥秘所在。设立科学合理的赎回条款和回售条款对债券的成功发行和转股有着重要的意义。

3. 强制性转股条款。强制性转股条款是发行人约定在一定条件下，要求投资人务必将持有的可转换公司债券转换为公司股份的条款。国际上，发行强制性可转换公司债券的公司总是与非上市公司相联系的。大多数非上市公司在发行可转换公司债券时，就已经考虑了本次发行是公司的资本扩张。发行人为减轻公司的还本压力，则使用强制性转股条款以利于公司稳定经营和控制财务风险。

强制性转股的类型有四种：到期无条件强制性转股、转换期内无条件强制性转股、转换期内有条件强制性转股及到期强制性转股。设置了强制性转股条款的可转换债券，其类股性较强，而其债券的特征相对较少，尤其是到期无条件强制性转股的可转换债券，投资者丧失了到期还本付息这一债券的基本权利。

赎回、回售和强制性转股三种条款中，赎回与回售、强制性转股与回售可以用于同一可转换债券，但赎回与强制性转股则不可同时运用，因为这一条款的使用反映的是发行人不同的选择趋向。

四、可分离交易公司债券

可分离交易公司债券又称附认股权证公司债券，来自英文 Bond With Attached Warrant 或 Equity Warrant Bonds（简称 WBs），在日本和我国香港、台湾地区被译为附认股权公司债券。它是指上市公司在发行公司债券的同时附有认股权证，是公司债券加上认股权证的组合产品。

2006 年 5 月 8 日，中国证监会发布《上市公司证券发行管理办法》，明确规定上市公司可以公开发行认股权和债券分离交易的可转换公司债券（简称分离交易的可转换公司债券）。2006 年 11 月 13 日，马鞍山钢铁股份有限公司成为首家在 A 股市场发行分离交易的可转换公司债券的上市公司，共发行 55 亿元人民币 5 年期附息债券，并同时派

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发12.65亿份认股权证。11月29日，债券主体和权证在上海证券交易所同时上市交易。

分离交易的可转换公司债券与一般的可转换公司债券之间区别如下：

（1）分离交易可转换公司债券与一般可转转换公司债券的本质区别在于债券与期权可分离交易。也就是说，分离交易可转换公司债券的投资者在行使了认股权利后，其债权依然存在，仍可持有到期归还本金并获得利息；而普通可转换公司债券的投资者一旦行使了认股权利，则其债权就不复存在了。

（2）分离交易可转换公司债券不设重设和赎回条款，有利于发挥发行公司通过业绩增长来促成转股的正面作用，避免了一般可转换债券发行人往往不是通过提高公司经营业绩、而是以不断向下修正转股价或强制赎回方式促成转股而带给投资人的损害。同时，分离交易可转换公司债券持有人与一般可转换债券持有人同样被赋予一次回售的权利，从而极大地保护了投资人的利益。

（3）一般可转换公司债券中的认股权一般是与债券同步到期的，分离交易可转换公司债券则并非如此。《上市公司证券发行管理办法》中规定，分离交易可转换公司债券“认股权证的存续期间不超过公司债券的期限，自发行结束之日起不少于六个月”，因为认股权证分离交易导致市场风险加大，缩短权证存续期有助于减少投机。

第四节　权　证

一、权证的含义及特征

权证（Warrant）是一种金融衍生产品，是由标的证券的发行公司或以外的第三者，如证券公司、投资银行等发行的有价证券。由第三者发行的权证也叫备兑权证或衍生权证。表明权证持有人具有在约定时间内以事先约定的价格认购或沽出一定数量的标的证券的权利。它是持有者一种权利（但没有义务）的证明。其行使权利时，权证发行人不得拒绝。

这里所说的标的证券，是权证发行人在权证发行时就规定好的、已经在交易所挂牌的品种，是权证发行人承诺按照事先约定的条件向权证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

持有人购买或卖出的证券或资产。它可以是一个股票、基金、债券，也可以是一个组合、一个指数等。

权证作为一种新兴的与股票紧密联系的投资工具，具有与期权很相近的本质特征，因此，深受广大投资者的欢迎，在证券市场上占有相当重要的位置。

二、权证的要素内容

权证的各要素会在发行公告书中得到反映。

例如，A 公司发行以该公司股票为标的证券的权证，假定发行时股票市场价格为 15 元，发行公告书列举的发行条件如下：

（1）发行日期：2005 年 8 月 8 日

（2）存续期间：6 个月

（3）权证种类：欧式认购权证

（4）发行数量：50 000 000 份

（5）发行价格：0.66 元

（6）行权价格：18.00 元

（7）行权期限：到期日

（8）行权结算方式：证券给付结算

（9）行权比例：1∶1

上述条款告诉投资者由 A 公司发行的权证是一种股本认购权证，该权证每份权利金是 0.66 元，发行总额为 5 000 万份，权证可以在 6 个月内买卖，但行权则必须在 6 个月后的到期日进行。如果到期时 A 公司股票市场价格为 20 元，高于权证的行权价 18 元，投资者可以 18 元/股的价格向发行人认购市价 20 元的 A 公司股票，每股净赚 1.34 元（20-18-0.66）；如果到期时 A 公司股价为 15 元，低于行权价 18 元，投资者可以不行权，从而仅损失权利金 0.66 元/股。

三、权证的分类

权证根据不同的划分标准有不同的分类：

1. 按买卖方向分为认购权证和认沽权证。认购权证持有人有权按约定价格在特定期限内或到期日向发行人买入标的证券；认沽权证持有人则有权按约定价格在特定期限内或到期日向发行人卖出标的证券。认购权证和认沽权证的区别见表 5-5。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5-5　认购权证和认沽权证的区别

	认购权证	认沽权证
持有人的权利	持有人有权利（而非义务）在某段期间内以预先约定的价格向发行人购买特定数量的标的证券	持有人有权利（而非义务）在某段期间内以预先约定的价格向发行人出售特定数量的标的证券
到期可得的回报	（权证结算价格-行权价）×行权比例——未考虑行权有关费用	（行权价-权证结算价格）×行权比例——未考虑行权有关费用

2. 按权利行使期限分为欧式权证和美式权证。美式权证的持有人在权证到期日前的任何交易时间均可行使其权利，欧式权证持有人只可以在权证到期日当日行使其权利。

3. 按发行人不同可分为股本权证和备兑（衍生）权证。股本权证一般是由上市公司发行，备兑权证一般是由证券公司等金融机构发行。股本权证和备兑权证的区别见表 5-6。

表 5-6　股本权证和备兑权证的区别

	股本权证	备兑权证
发行人	标的证券发行人	标的证券发行人以外的第三方
标的证券	需要发行新股	已在交易所挂牌交易的证券
发行目的	为筹资或高管人员激励用	为投资者提供避险、套利工具
行权结果	公司股份增加、每股净值稀释	不造成股本增加或权益稀释

4. 按权证行使价格是否高于标的证券价格，分为价内权证、价平权证和价外权证，见表 5-7。

表 5-7　按权证的行使价格分类

价格关系	认购权证	认沽权证
行使价格>标的证券收盘价格	价外	价内
行使价格=标的证券收盘价格	价平	价平
行使价格<标的证券收盘价格	价内	价外

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5. 按结算方式可分为证券给付结算型权证和现金结算型权证。权证如果采用证券给付方式进行结算，其标的证券的所有权发生转移；如采用现金结算方式，则仅按照结算差价进行现金兑付，标的证券所有权不发生转移。

四、权证产生的必然性

认股权证之所以能够形成新的投资工具，应该说有其必然性。对于公司来说，发行认股权证是引诱投资者去购买那些他们认为收益太低或风险太大的证券，并希望投资者在将来股票高于市价时才来认购股票，以增加公司的资本，从而防止过早地摊薄每股盈利。所以，认股权证实质是一种远期的集资方式，它不仅对公司现时财务状况有好处，而且可在较长的有效期限内一直为公司带来灵活集资的机会，使公司的资金周转更灵便。最初推出认股权证，是一些发展速度较快的成长型小公司采用发行优先股或债券方式筹集资金时，为了使这些优先股或债券更具有吸引力，又为了降低筹资成本，在发行优先股或债券的同时向投资者发行一种认购股份权利证明书。例如，某公司发行优先股，股息率为7%。为减轻优先股股息负担，减少股息支付对公司利润的影响，将7%的股息率改为5%，并发行认股权证。该证书规定，只要购买优先股股票1 000股，该公司就配给优先股持有人在10年内的任何时间以每股10元的价格购买该公司100股普通股票的认股权利，当然认股价格的制定要高于发行时的市场价格，目的是当公司发展壮大时，股票市场价格就会高于认股价格，认股权证持有者就可以择机执行权利认股获利，也可以将认股权证售出，赚取价差收益。假如公司普通股票从每股10元上涨到15元，认股权证持有人就可以向发行公司以每股10元的价格认购股票100股，然后到流通市场以每股15元价格卖出股票，从而获利500元。可见，认股权证具有期权性质。另外，在公司急用资金时，发行认股权证集资较发售新股集资更容易为证券市场所接受。再者，如果遇到股市低潮或公司经营不景气，公司派息有困难，公司还可以利用认股权证代替派息，使公司的现金或流动资金得以保留，有助于公司渡过难关。所以，认股权证也备受各类股份公司的欢迎。随着金融市场的不断发展，在认股权证基础上又出现了买卖方向相反的认沽权证等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

【案例1】 香港金融保卫战



在1998年的东南亚金融风波中，香港的股票和外汇市场受到了以索罗斯为首的美国对冲基金的强烈冲击，股指期货交易在其中扮演了重要角色。1998年8月28日，600多万香港市民的目光被锁定在位于港岛中环的香港联交所和香港期交所上。因为8月28日是8月份香港恒生指数期货合约的结算日，也是香港特别行政区政府打击以对冲基金为主体的国际游资集团操控香港金融市场的第十个交易日。双方经过9个交易日的激烈搏杀后，迎来了首次决战。

上午10点整开市之后仅5分钟，股市的成交金额就超过了39亿港元，而在同月的14日一整天，香港政府仅动用了30亿港元吸纳蓝筹股，就将恒生指数由13日报收的6 660点推高到7 224点。半小时后，成交金额就突破了100亿港元，到上午收市时，成交金额已经达到400亿港元之巨，接近1997年高峰时8月29日创下的460亿港元的日成交量历史最高纪录。下午开市后，抛售压力有增无减，成交量一路攀升，但恒指和期指始终在7 800点以上。随着下午4点整的钟声响起，显示屏上不断跳动的恒指、期指、成交金额分别在7 829点、7 851点、790亿锁定。

1998年8月28日，对于众多国际炒家来说，是一个痛心的日子。香港股市在周边股市普遍下跌的不利条件下，仍能顶住国际炒家的抛售压力，大出炒家们的意料，也使炒家们在此战中惨败而归，这是香港政府自1998年8月14日入市干预以来的最高潮，也是香港政府针对炒家们惯用的汇市、股市、期市的主体性投机策略，“以其人之道，还治其人之身”所取得的重大胜利。在10个交易日中，香港政府将恒生指数从8月13日收盘的6 660点推高到28日的7 829点报收，并迫使炒家们在高价位结算交割8月份股指期货，并抬高9月份股指期货。在此之前，炒家们建了大量的8月份期指空仓，这样一来，即使他们转仓，成本亦很高，一旦平仓，则巨额亏损不可避免。

自入市以来，香港政府已动用了100多亿美元，消耗了外汇基金的13%，此举大大超过了1993年“英镑保卫战”中英两国政府动用77亿美元与国际投机者对垒的规模，堪称一场“不见硝烟的战争”。就此而言，香港政府的胜利也是有代价的胜利。

概括起来，8月份香港政府采取的主要措施有：

第一，如数吸纳炒家抛售的港元，并将所吸纳的港元存入香港银行体系以稳定香港银行同业拆借率，并于8月14日突然提高银行隔夜拆息率，突击投机者，提高投机者的拆借成本。

第二，自8月14日起大量买入恒生指数成份股（蓝筹股），抬高恒生指数及8月份恒生指数期货合约价格，加大建立了许多空仓的投机者在8月28日8月份恒

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生指数期货合约结算日的亏损。

第三，指示香港各公司、基金、银行等机构不要拆借股票现货给对冲基金，减缓股票市场的波动。

第四，抬高9月份指数期货合约，以加大投机者转仓的成本。

【案例2】 国债期货“327”事件的反思

“327”是国债期货合约的代号，是指1992年发行的3年期国债92（三），1995年6月到期兑换，该债券发行总量是240亿元人民币。到期的基础价格已经确定，为票面价值100元加上3年合计利息28.50元（年息为9.50%），合计为128.50元。影响国债价格走势的主要因素是市场利率水平，1995年2月23日，上海万国证券公司违规交易“327”合约，最后8分钟内砸出1 056万口卖单，面值达2 112亿元国债，亏损16亿元人民币，国债期货因此夭折。英国《金融时报》称这是“中国内地证券史上最黑暗的一天”。

我国国债期货交易于1992年12月28日首先出现于上海证券交易所。1993年10月25日，上海证券交易所国债期货交易向社会公众开放，北京商品交易所在期货交易所中率先推出国债期货交易。

1992—1994年中国面临高通货膨胀压力，1994年10月以后，中国人民银行提高了3年期以上储蓄存款利率和恢复存款保值贴补。国家为了保证国债的顺利发行，对已经发行的国债也同样实行保值贴补。保值贴补率由财政部根据通货膨胀指数每月公布，保值贴补率的不确定性为炒作国债期货提供了空间，大量机构投资者由股市转入债市，国债期货市场行情火爆，成交屡创新高，市场成交规模急速扩大。1994年全国国债期货市场总成交量达2.8万亿元，占上海证券市场全部证券成交额的74.6%。1994—1995年春节前，全国开设的国债期货的交易场所陡然增到14家，成交总额达28 000亿元。这种态势一直延续到1995年，与全国股票市场的低迷形成鲜明对照。

形势似乎一片大好，但问题就出在了“327”国债期货合约上。多空双方对峙的焦点，始终围绕在对“327”国债期货品种到期价格的预测上，因此，对通货膨胀率及保值贴补率的不同预期，成了“327”国债期货品种的主要多空分歧。

“327”国债应该在1995年6月到期，它的9.5%的票面利息加保值补贴率，使每百元债券到期应兑付132元，与当时的银行存款利息和通货膨胀率相比回报太低了。于是有市场传闻，财政部可能要提高“327”的利率，到时会以148元的面值兑付。但上海三大证券公司之一万国证券不这样看，它认为高层正狠抓宏观调控，财政部不会再从国库里割肉往外掏出16亿元来补贴“327”国债。于是，万国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证券开始大规模做空。

1995 年 2 月“327”合约的价格一直在 147.80～148.30 元徘徊。23 日，提高“327”国债利率的传言得到证实，百元面值的“327”国债将按 148.50 元兑付。一直在“327”品种上与万国证券联手做空的辽宁国发公司突然倒戈，改做多头。“327”国债在 1 分钟内竟上涨了 2 元，10 分钟后共涨了 3.77 元。“327”国债每上涨 1 元，万国证券就要赔进十几个亿，按照它的持仓量和现行价位，一旦到期交割，它将要拿出 60 亿元资金。毫无疑问，万国证券没有这个能力。同时，由于“327”价格上涨造成巨额亏空，万国证券必须追加巨额保证金。当天下午，为扭转巨额亏损，上海万国证券公司铤而走险，自 16 时 22 分 13 秒起大量透支保证金，在收市前几分钟内突然发难，在“327”合约上抛出巨量空盘——2 070 万口卖单，(1 口=200 张合约)，成交 1 044.92 万口，相当于“327”国债期货的本品——1992 年国库券发行量的 3 倍多，使正在逐步推高的“327”国债交易价格短短 8 分钟内出现暴跌行情，把价位从 151.30 元打到 147.50 元，使当日开仓的多头全线爆仓，以期压低结算价格。这个行动令整个市场都目瞪口呆，若以收盘时的价格来计算，这一天做多的机构，包括像辽宁国发公司这样空翻多的机构都将血本无归，而万国证券不仅能够摆脱掉危机，还可以赚到 42 亿元。万国证券希望以此来减少其已持有的巨大空头头寸的亏损。这完全是一种蓄意违规行为。

由于“327”国债期货交易出现异常，这天夜里 11 点，上海证券交易所正式下令宣布 23 日 16 时 22 分 13 秒之后的所有“327”品种交易异常，是无效的，该部分不计入当日结算价、成交量和持仓量的范围，经此调整，当日国债成交额为 5 400亿元，当日“327”品种的收盘价为违规前最后签订的一笔交易价格 151.30 元。

5 月 17 日，中国证监会鉴于中国当时不具备开展国债期货交易的基本条件，发出《关于暂停全国范围内国债期货交易试点的紧急通知》，开市仅 2 年零 6 个月的国债期货无奈地画上了句号，中国第一个金融期货品种宣告夭折。

9 月 20 日，国家监察部、中国证监会等部门都公布了对“327”事件的调查结果和处理决定，定义“这次事件是一起在国债期货市场发展过快、交易所监管不严和风险控制滞后的情况下，由上海万国证券公司、辽宁国发（集团）公司引起的国债期货风波”。

在中国资本市场上曾叱咤风云的老牌投资银行——万国证券，因资不抵债（若不取消最后 8 分钟交易，万国证券将有 100 亿的巨额亏空），被当年最强劲的竞争对手申银证券公司合并。万国证券从此成为历史，号称中国“证券之父”的万国证券总裁管金生也因此而身败名裂，于 4 月 25 日辞职，后被以受贿罪和挪用公款罪判处 17 年徒刑；9 月 15 日，因监管不力，上海证券交易所理事会免去了尉文

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

渊常务理事、总经理的职务。

"327"风波结束了，但它给我们留下的教训却是深刻的。

第一，从政府监管的角度看，作为一种强制性的行为，必须有一定的法律、法规作为监管的依据。而在新兴的证券市场上，市场发展速度很快，法律、法规的制定往往跟不上市场的步伐，从而导致了监管体系不可避免地出现漏洞。从"327"风波就可以看出，中国资本市场缺乏相关法律、法规，监管乏力。1994年11月22日，提高"327"国债利率的消息刚公布，上海证券交易所的国债期货就出现了振幅为5元的行情，但未引起注意，许多违规行为没有得到及时、公正的处理。"327"中万国证券在预期已经造成无法弥补的巨额亏损时，干脆以搅乱市场来收拾残局。事发后第二天，上海证券交易所发出《关于加强国债期货交易监管工作的紧急通知》，中国证监会、财政部也颁布了《国债期货交易管理暂行办法》，中国终于有了第一部具有全国性效力的国债期货交易法规，但却出台得太晚了。

第二，在市场经济初级阶段，市场信息不充分，政府获取的信息不可能是完全无误的。同时，由于其本身并不接近市场，就更不可能对各种证券市场中的违法违规行为都明察秋毫、了如指掌。

第三，政府用于监管的资源也是有限的，因此，政府没有足够的能力来监控一切。事实上，近几年，监管部门之所以没有及时充分发现信息披露违法、违规行为，很大程度上就在于监管部门现有监管人力和物力相对较为薄弱，很难做到有效监管。尽管近年来证监会对监管方式、监管内容进行了较大调整，但问题并未根本解决。

第四，新兴市场的主要特征是金融工具和金融制度的创新速度较快，这就使以法律为主导的监管体制不能满足各种创新的要求，从而制约了新兴市场的快速发展。

第五，从行业的自律性管理角度看，也是证券交易所和证券业协会没能充分发挥作用的结果。

因为，由于行业内会员一直处于市场发展的前沿，最熟悉市场发展的趋势，也最了解行业发展的动态，在一定程度上应该可以避免这些问题的发生。但是，尽管我国投资银行业也成立了自律组织，但一方面大家缺乏自律意识，另一方面自律组织也未起到应有作用，在自律监管方面，缺乏合适的制度安排使之有约束力，致使业内恶性竞争、欺诈、投机等不轨行为时有发生。从"327"事件可以看出，在自律管理方面的失误表现为：

（1）保证金过低。"327"事件前，上海证券交易所规定客户保证金比率是2.5%，深圳证券交易所规定为1.5%，武汉交易中心规定是1%。保证金水平的设置是期货风险控制的核心。用500元的保证金就能买卖2万元的国债，这无疑是把

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

操纵者潜在的盈利与风险放大了40倍。偏低的保证金水平与国际通行标准相距甚远，甚至不如国内当时商品期货的保证金水平，这无疑使市场投机气氛更为浓重。

（2）没有涨跌停板制和持仓限量制度。涨跌停板制度是国际期货界通行的制度，而事发前上海证券交易所根本就没有采取这种控制价格波动的基本手段，出现上下差价达4元的振幅交易所也没有预警。当时中国国债的现券流通量很小，国债期货某一品种的可持仓量应与现货市场流通量之间保持合理的比例关系，并在电脑撮合系统中设置。从“327”合约在2月23日尾市出现大笔抛单的情况看，交易所显然对每笔下单缺少实时监控，导致上千万手空单在几分钟之内通过计算机撮合系统成交，扰乱了市场秩序。

（3）无法杜绝透支交易。我国证券期货交易所以计算机自动撮合为主要交易方式，按“逐日盯市”方法来控制风险，而非“逐笔盯市”的清算制度，故不能杜绝透支交易。交易所无法用静态的保证金和前一日的结算价格控制当日动态的价格波动，使得空方主力违规抛出千万手合约的“疯狂”行为得以实现。

尽管随着资本市场的发展，在监管方面有了改进，但是，中国证券市场目前的监管框架仍有缺陷，没有很好处理政府机构监管和自律监管的关系，这也不利于我国投资银行业的发展，万国证券的破产就是一个典型的例子。

资料来源：以上两案例根据对相关事件的报道文字整理。

本章基本概念

金融期货　金融期权　可转换证券　认购权证　认沽权证　股指期货　套期保值　看涨期权　看跌期权　欧式权证　美式权证

复习思考题

1. 金融衍生工具可分为哪些种类？
2. 试述金融期货的功能。
3. 什么是金融期货、金融期权？二者有何区别？
4. 什么是金融期货的套期保值功能？
5. 什么是期权合约？在标准化的期权合约中，一般都包括哪些内容？
6. 股指期货的概念及交易特点是什么？
7. 为什么说期权买方的亏损有限盈利无限而期权卖方的盈利有限亏损无限？
8. 什么是权证？它有什么性质？有哪些分类？
9. 认股权证与股票的优先认股权有何区别与联系？
10. 试述可转换债券的意义、特点和基本要素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

学习资料推荐

你可以登录中国金融期货交易所网站进一步了解沪深300股指期货交易的相关内容：http：//www.cffex.com.cn/sspz/hs300/hy/。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



市场运行篇

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章

证券市场概述



证券市场在一国经济发展中发挥着极为重要的作用，是资本供求的中心。本章在综述中外证券市场产生、发展的基础上，重点阐述证券市场的功能、分类及发展趋势，分析发行市场和交易市场的关系，阐明证券市场各方参与者在市场中扮演的角色和发挥的作用。通过本章的学习，使学生掌握证券市场的含义、功能，了解证券市场发展历史的概况，了解证券市场的参与主体及中介机构，知晓证券市场的发展趋势。

第一节　证券市场的含义及分类

一、证券市场的含义

证券市场是有价证券及其衍生产品发行和交易的场所以及与此相联系的组织与管理体系的总称。投资者通过证券市场买卖有价证券向企业提供资金，进行间接投资；企业通过证券市场筹集资金，用于生产和建设，实现直接融资。证券市场以证券发行与交易的方式实现了筹资与投资的对接，有效地化解了资本的供求矛盾和资本结构调整的难题。而且，在现代发达的商品经济中，证券市场还是完整的市场体系的重要组成部分，对整个经济的运行具有重要影响。

二、证券市场的分类

证券市场是筹集和分配社会资金的重要渠道，按照不同的标准，可以划分为以下类型：

（一）按市场的功能分类，可分为证券发行市场和证券流通市场

1．证券发行市场，是指各发行主体发行、推销各种新证券所形成的市场。这是发行者与初始投资者交易的市场，因此也称初级市场或一

本章建议阅读资料：

1. 法博齐 F J，弗朗哥，莫迪利亚尼．资本市场：机构与工具［M］．唐旭，译．北京：经济科学出版社，1998.
2. 陈松南．投资学［M］．上海：复旦大学出版社，2002.
3. 霍文文．证券投资学［M］．北京：高等教育出版社，2008.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

级市场。

2. 证券流通市场亦称交易市场，是已发行的有价证券交易与转让的市场。在发行市场购得有价证券者或以其他方式持有证券者，可以在市场上重新出售，新投资者可以随时购买。这是已发行的有价证券所有权的转移，因此流通市场也称次级市场或二级市场。交易市场又可分为有组织的场内交易市场（即证券交易所市场）和场外交易市场（即柜台交易市场）两部分。

3. 从总体而言，证券发行市场与证券流通市场共同构成整个证券市场，同时二者又是相辅相成、相互依存、相互制约的，是一个不可分割的整体。证券发行市场是流通市场的基础和前提，假设没有证券发行市场，筹资者就无法通过发行各种证券来筹集资金，投资者也无法购买到各种证券来进行证券投资，当然也就不可能有证券交易市场的存在了。可见，证券发行市场的存在是证券交易市场存在的前提条件。另外，证券发行的种类、数量和发行方式决定着流通市场的规模和运行。但是，我们也应该注意，证券交易市场又是证券发行市场的保证。这是因为：证券的变现能力以及所反映的资产流动性，是人们选择证券投资的重要标准之一。如果没有证券交易市场，投资者购买证券后就不能随时转让卖出，就不能在需要的时候及时变现，也不能追随经济效益有效地调整投资目标，投资者就无法灵活地运用资金，由此也就决定了人们不愿购买证券或持有证券，这样势必会反过来影响证券发行市场的正常运行。此外，流通市场的交易价格制约和影响着证券的发行价格，是证券发行时需要考虑的首要因素。所以，只有当证券交易市场与证券发行市场相互配合，协调地、高效率地运转，才能形成一个具有生机和活力并能稳定发展的证券市场。

（二）按市场的交易组织形式分类，可分为交易所市场和场外交易市场

1. 交易所市场，也称场内交易市场，该市场是有组织、制度化了的市场。场内交易市场的诞生是证券市场走向集中化交易的重要标志之一。一般而言，证券必须达到证券交易所规定的上市标准才能够在场内交易。

2. 场外交易市场，是指证券交易所以外的证券交易市场的总称。在证券市场发展初期，许多有价证券的买卖都是在柜台上进行的，因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此，也有将其称之为柜台市场或店头市场。

（三）按市场的性质分类，可分为股票市场、债券市场和基金市场

（四）其他分类，如现货市场与期货市场，国内证券市场与国际证券市场等

三、证券市场的特征

证券市场具有以下三个显著特征：

1. 证券市场是价值直接交换的场所。有价证券都是价值的直接代表，它们本质上是价值的一种直接表现形式。虽然证券交易的对象是各种各样的有价证券，但由于它们是价值的直接表现形式，所以证券市场本质上是价值的直接交换场所。

2. 证券市场是财产权利直接交换的场所。证券市场上的交易对象是作为经济权益凭证的股票、债券、投资基金份额等有价证券，它们本身是一定量财产权利的代表，代表着对一定数额财产的所有权或债权以及相关的收益权。证券市场实际上是财产权利的直接交换场所。

3. 证券市场是风险直接交换的场所。有价证券既是一定收益权利的代表，同时也是一定风险的代表。有价证券的交换在转让出一定收益权的同时，也把该有价证券所特有的风险转让出去了。所以，从风险的角度分析，证券市场也是风险的直接交换场所。

第二节 证券市场的产生与发展

一、证券市场的产生

证券市场产生于何年何月？这无论在经济理论学家那里，还是在历史学家那里都很难找到可靠的佐证。然而有一点人们是可以相信的，那就是，证券市场的形成是与股份公司的产生和信用制度的深化密切相联的。

证券市场的一个重要的物质前提是股票等有价证券的发行与流通。股票的发行与流通是资本社会化的一种具体形式，产生这种形式的基础是现代大工业的重要组织形式——股份公司。

股份公司是伴随着资本主义现代大工业而产生和发展起来的，因为在资本主义现代工业经济中，传统的独资方式和家族式的企业组织方式已经无法满足社会生产对巨额资本的需求，于是逐渐产生了合伙经营组

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

织，接着合伙经营组织又逐步演化成股份公司。股份公司，尤其是那些股份有限公司，通过发行股票、债券的形式向社会公众公开募集资金，实现了资本的集中，形成了社会扩大再生产的巨大能量，从而使那些单独资本或家族公司无法创办的企业创办起来了。由此可见，正是股份公司的创建使证券应运而生，而证券的产生不仅为证券市场的产生提供了现实的基础，而且也对证券市场的建立提出了客观要求。

15 世纪末，世界海上新航线的开拓与新大陆的发现，使得世界贸易的视野更加拓宽了，欧洲许多资本主义国家纷纷把贸易重点由地中海转向大西洋，由西半球扩展到东半球，而且贸易规模日益扩大。当时，西班牙、葡萄牙、荷兰、英国作为海外贸易国而异军突起，远渡重洋进行掠夺性贸易。这一时期，除了参与国之间为了争夺势力范围而进行争斗外，殖民地人民也时常起来反击。因此决定了这种海外贸易绝非少数个人所能经营，客观上要求必须有新的组织形式与之相适应。随着 1602 年荷兰东印度公司的成立，法国、瑞典、丹麦、普鲁士等也相继成立了海外贸易公司。这批海外贸易公司都是以股份公司的形式组建起来的，公司所需的经营资金以及后来发展壮大所需的资金，大多是通过集资入股形式筹集的。

股份公司先在海外贸易中采用，接着又在金融业得到发展。1694 年成立的英格兰银行拥有资本 120 万英镑，是最早的一家股份制银行。美国的第一家银行——合众美国银行也是采用股份制形式建立起来的。

到 19 世纪 60 年代，发达的资本主义各国基本上完成了工业化任务，股份公司就在工业中广泛发展开来。美国先在修筑公路和运河中发行股票集资，以后又掀起大规模的建筑铁路浪潮，在这股“铁路热”中，股份公司立下了汗马功劳。与此同时，股份公司，特别是股份有限公司也引入了钢铁、煤炭、机器制造等产业领域，使股份制度更加普及。

股份公司的兴起和发展对证券市场提出了两方面的要求：一是需要建立股票的发行市场，推销各公司发行的股票，筹集创办企业所需的资本；二是需要建立股票的转让市场，增强股票的流动性，这样既能为投资者提供充分的选择余地和灵活性，又不影响企业经营的稳定性。这两类市场——发行市场与流通市场缺一不可。没有发行市场，很难把分散

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的资本集中起来，而没有转让市场，投资者就不能随时调整自己的投资方向和投资结构，既不能避开企业破产的风险，又难以寻求更有利的投资机会。因此，股份企业的发展离不开证券市场，而证券市场既是股份公司和现代化大工业发展的产物，又对股份公司和现代化大工业的发展产生了巨大的推动作用。

二、证券市场的发展

从 19 世纪末到 20 世纪初，欧美资本主义各国相继进入垄断阶段。以科学进步为背景，推动了资本的积累和集中。在资本积累的过程中，股份公司充分发挥其特点，获得了广泛的发展。股份公司通过发行股票和公司债券筹集资本，并随着公司的合并发行新股票，通过囤积股票参与合并，迅速将分散的资本集中起来。马克思对此也曾指出："这种托拉斯创立了实行共同管理的巨大企业……普通的独家商号只是越来越成为一种使营业扩大到足以建立股份公司地步的准备阶段。"英国进入垄断资本主义阶段之后，股份公司的发展尤为迅速，在 20 世纪第一个 10 年建立股份企业 5 万家，第二个 10 年建立股份企业 6.4 万家，第三个 10 年建立 8.6 万家，到 1930 年英国有 90% 的资本均处于股份公司的控制之下。

在这一时期，对证券市场发展影响最大的是银行资本的大量介入。在 20 世纪初，金融垄断组织和持股公司得到了长足的发展，法国在 1904 年有 20 家殖民地银行和 136 家分行，荷兰有 16 家殖民地银行和 68 家分行，美国有 13 家殖民地银行和 70 家分行，1910 年英国有 72 家殖民地银行和 5 449 家分行。持股公司在 20 世纪首先出现在美国，持股公司是金融寡头巩固和加强自身经济实力的主要工具。它通过发行和销售自己的股票和债券，筹集社会上的闲散资金和零星货币用于购买其他公司的股票。持股公司通常只要集中 30% ~40% 的股票，有时甚至是 5% ~10% 的股票，就能控制这个公司并操纵其业务经营。另外如金融公司、投资银行、信托投资公司、证券公司也获得了大量发展，形成了金融垄断体系。

由于银行的垄断，有价证券的交易大部分集中在少数大银行的手中。这一时期大银行不仅直接在自己的客户中处理大量的有价证券，而且一些大银行还成为证券交易所的垄断者。为了掠夺有价证券的小持有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者，大银行和证券交易所的投机者结成集团，通过各种手段人为地抬高或压低某种证券行市，以便于它们低价收进和高价抛出。大银行还将巨额货币资本贷放给证券交易所的经纪人。这些情况表明大银行已经控制了证券交易所的活动。但是，证券交易所在垄断资本主义经济中仍保持着经济行情晴雨表的作用，仍然是资本集中和在国家各经济部门之间进行资本再分配的工具。

由于银行资本的介入，使这一时期有价证券的总额骤增。据统计，1921—1930 年，全世界共计发行了 6 000 亿法国法郎的有价证券，其中英国发行了 1 420 亿（以法国法郎计算，下同），美国发行了 1 320 亿，法国发行了 1 100 亿，德国发行了 950 亿。这 4 个国家处于证券市场的垄断地位。这一时期，有价证券的结构也发生了变化，在有价证券中占主导地位的已不是政府发行的公债券和国库券，而是企业股票和公司债券。据 1900—1913 年全世界发行的有价证券结构统计，政府公债发行额占发行总额的 40%，而企业发行的股票和公司债券占 60%，在这种情况下，证券市场就对整个金融市场具有决定意义了。

证券市场在整个 20 世纪的成长过程中虽多有磨难，但是仍然在不断发展壮大，经历了若干次质的飞跃。发展到今天，它已经形成了一个较为规范、完整和现代化的市场体系。这主要表现在如下几个方面：

1. 证券品种多样化，筹资技术日新月异

第二次世界大战前，有价证券主要是企业股票、公司债券和政府公债券，股票也只分为普通股票、优先股票等少数几种。战后，随着证券市场的发展和竞争的加剧，筹资技术也不断创新，越来越多的证券发行者为筹集更多的资金，想方设法去迎合投资者的各种偏好，不断推出新种类的证券。在世界证券市场上先后出现了证券认购者可以分期付款的“分期股票”；可以定期调整利率的“浮动利率债券”；可以自由换成股票的“可转换债券”；可以在规定时期以固定价格购买一定普通股的“附认股证债券”；债券认购者可以分期付款的“分期债券”；借款人按浮动利率发行债券，但投资者可变其为固定息债券的“可变息债券”，以及与此相类似的“自变息债券”和“零息债券”等。近年来，在美国证券市场上还出现了证券收益与期限相分离的“复合证券”，它是一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种类似公司债券的优先股票，其特点是股票实行浮动利率，定期进行调节，出售价格则按票面价格成交。“互换业务”的出现就更为引人注目。“互换业务”包括货币互换、利率互换和复合互换。货币互换就是某两家公司把各自筹集到的不同货币的债券调换使用；利率互换是把浮动利率的债券与固定利率的债券相互调换；复合调换是把上述两种调换合二为一。同时，证券交易方式除了普通交易外，还出现了信用交易、期货交易和期权交易等。

融资技术与证券种类日益增多和日臻完善，增强了证券市场的活力和融资能力，提高了对投资者的吸引力，也同时加速了证券市场的进一步发展。

2. 证券交易的现代化与信息化

伴随现代科学技术的发展，证券市场的设施实现了现代化，交易过程与方法也发生了极大的变化。1970 年英国伦敦证券交易所配置了“市场价格显示装置（Market Price Display Service）”，这是一个有 22 条线路的闭路电视系统，可以向 200 多家经纪商和银行传递 700 多条股票行情，另外还可以通过专线电话与交易所会员联系。在美国，1971 年，邦克拉莫公司成功地开发了一种专门用于股票信息传输的大型计算机系统。这是一种把上市证券成交行情传递到各地证券市场的通讯设施，它便于经纪人、证券商及时掌握信息，提高效率，增强竞争能力，改变各地区证券交易活动相互分割的状况。而这一系统最先得到了美国证券商协会的采用，该协会的 5 000 多家会员用电话线联通了纳斯达克的电脑主机，形成了今天人们所看到的全美证券商协会自动报价系统（National Association of Securities Dealers Automated Quotations），以其英文字头缩写为 NASDAQ，就是所谓的纳斯达克。纳斯达克的问世开创了证券电子化交易的先河，与此相适应，纽约证券交易所采用了一种叫做“Designed Order Turnaround System”（简称 DOT）的系统，在该系统下，会员经纪人在他本人的办公室里通过电子传送键盘就可以将需要购买任何证券的订单直接通知到交易大厅的交易台。1978 年纽约证券交易所又进一步创设了一套“市场间交易系统”，用电子通讯网络把美国波士顿、辛辛纳提、纽约、费城等交易所相互连接沟通，它可使各个证券交易所每种股票的价格和成交量在荧屏上显示出来，经纪人和投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能够在任何一个证券交易市场与外地交易市场直接进行证券买卖。信息技术的发展，使纽约证券交易所能在10秒钟的时间内处理完世界各地送来的订单。证券交易的现代化与信息化提高了效率和降低了成本，它使证券的交易规模大大增加了，使证券交易的速度加快了，使证券交易的过程简单了。上千万乃至成亿的巨款可以在1/8秒内从日本的东京拨往美国的纽约或芝加哥。从而使整个社会资源的配置更加迅捷、更加有效。

3. 证券投资的大众化和法人化

过去，人们储蓄只重视安全和方便，对利息的高低并不敏感，参与证券投资的个人都是非常富有的人。随着大众收入的提高，人们储蓄的目的并不主要在于攒钱买东西了，他们更多地是为了保值和增加收益，因而也就比较重视储蓄带来的利息收入。相比之下，人们就更愿意购买股息、利息较高的股票和债券，而且也可能获得买卖差价收益，所以，社会不同阶层、不同职业、不同年龄、不同性别的人们都积极参与了证券市场的投资活动，证券投资大众化了。

在证券市场上，除了个人投资者外还有法人（机构）投资者。第二次世界大战后，法人投资者的地位逐渐上升。法人投资者是证券投资的大户，包括各类金融机构和企业。尤其是近年来，出于有效利用剩余资金、分散经营风险、增强经营便利的目的，许多企业和金融机构纷纷加入了证券投资者的行列，把证券投资纳入重要的业务范围内，成为证券市场的投资主力。在激烈的利益竞争中，实力是获利的基本要素之一。但不幸的是，单个的中小散户投资者却不是实力的拥有者，尤其在股市越发全球化和复杂化的背景下，它们的劣势地位愈发明显。1873年，罗伯特·富莱明在英国创立了第一家投资基金——恰富公司，投资基金将众多的中小投资者的小资本聚合成大的金融资本，再雇用一个专家团队对证券市场进行投资，通过分散投资降低投资者的风险。共同基金公司提供了一系列不同的基金，所以投资者可以根据需求选择不同的投资组合。罗伯特·富莱明的创意就像一粒火种，迅速受到全球金融同行的纷纷仿效。从1873年到今天，不过一个多世纪的时间，全球范围内与恰富公司类似的共同基金数量已经超过了3.1万家，尤其到了20世纪60年代之后，共同基金的数量更是与日俱增。如今，在资本市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上，投资基金的触角已经伸向了一切可以投资的领域，通过投资基金把小投资者团结起来整合为大投资者，已经成为全球资本市场发展的重要趋势。

4. 证券市场的国际化和自由化

生产的国际化推动了资本的国际化，加速了国际证券市场的发展，现代证券交易越来越趋向于全球性交易。电子化的手段和互联网在证券市场中的运用，为证券市场的国际化提供了条件。让全球的资本市场渐渐形成了一个整体，目前，世界上主要证券市场的经纪人可以通过设在本国的电脑系统与国外的分支机构进行昼夜 24 小时连续不断的业务联系。越来越多的大公司，甚至一些中型公司也纷纷到本国以外的证券市场上销售股票和债券。目前，在世界 500 强企业中，有 3/4 的企业在纽约证券交易所上市。

20 世纪 70 年代后，世界证券市场发展迅速，证券业具备了一定的规模。此时各国原先为保护和扶持证券市场所采取的一些限制措施已失去了其原有的意义，而且还妨碍了证券业的进一步发展，因而，各国逐渐取消了各种限制，使证券市场逐步走向了自由化。同时，证券市场的自由化也促进了证券市场国际化的发展。各国不仅不断开放国内证券市场，而且为国际间的证券交易业务也提供了更多的自由，纷纷放宽证券交易的限制，吸收更多的外国公司证券上市，还和其他国家的证券交易所建立越来越多的业务往来，各主要证券交易所都成为国际性证券交易所。在各国金融市场逐步放开、证券交易日趋国际化的形势下，各国一些大规模的证券公司和银行不失时机地走出国门，在国外建立众多的分支机构和办事处，进行国际性的证券委托交易，在更大的范围内招揽客户。而投资者不仅在国内证券市场买卖外国的上市股票和债券，还可以在本国委托本国证券公司购买在国外证券市场上市的外国证券。

如今，各国证券市场更加强了相互的联系，密切了相互间的协作关系，成立了国际性的国际证券联合会，证券业蓬勃发展。在国际金融中，以纽约证券交易所、东京证券交易所和伦敦证券交易所为三大主导证券交易所，联结了世界各大金融中心的证券市场，构成了一个全球性的昼夜 24 小时不间断连续交易的世界证券市场体系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三节　证券市场的功能

从上述回顾历史的角度看，证券市场对于股份公司的创立，对于西方资本主义的工业革命，都曾起到过重要的推动作用，但就全面的理论分析来看，证券市场的功能远不止这些。

一、证券市场是筹集资金的重要渠道

社会上企、事业单位的闲散资金以及人们在生活中的节余资金一般都是以存款或储蓄的方式存入银行，银行将这些分散的资金集中起来，再以放款的方式投放于生产。存款者除了从银行得到存款利息外，与企业经营的好坏没有直接关系，也不承担企业风险。这是一种间接融资方式。而另一种融资方式则是由企业通过向社会发行股票或债券来进行，人们将节余的资金通过在证券市场上购买股票、债券来进行直接融资。以购买股票方式直接融资，投资者虽然承担一定的风险，但可以从企业利润中分得红利，而且投资者可以根据自己的意愿与企业的经营状况选择投资对象，并且可以通过证券市场买卖证券进行投资转移。由此可见，通过证券市场进行融资更符合大众的投资心理，有着更大的吸引力，证券市场是对社会资金进行集中和再分配的较好途径。此外，股份公司发行股票筹资后，如果有个别或部分股东要求退出公司时，他虽然不能退股，但可以把手中的股票拿到证券市场上去转让。这对于公司来讲，只是发生了股东的更换，企业资本没有发生变化，并不影响公司的继续经营。这与过去的合伙经营制度由于某个股东退伙就造成公司散伙相比，要有益得多，这正是股份公司的优越性，但这种优越性是依靠证券市场而存在的。

二、证券市场是推动企业加强经营管理、实现资源优化配置的场所

大众对企业进行证券投资，是希望与企业一同获得较高的经济收益。因此人们在进行投资之前，必然持十分审慎的态度选择好投资对象。毫无疑问，大家都争着向那些经营前途广阔、竞争能力强、经济效益高的企业投资，由此也就决定了社会资金必须向这样的企业集中，促使这样的企业不断发展壮大。反之，那些经营前途暗淡、竞争能力弱、经济效益低的企业，必然遭到投资者的冷遇，将资金从它们那里转到经济效益好的企业。证券市场时时刻刻都在通过证券的买卖来进行这样的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资金再分配，使整个社会的有限资源得到优化配置，这也是证券市场推动企业加强经营管理的动力所在。在证券市场的压力下，企业要想立足于竞争激烈的商品社会，并处于不败之地，就必须努力改进生产技术，完善经营管理，提高经济效益，只有这样，才能赢得广大投资者的信任，否则就会被淘汰。

三、证券市场是为资本确定合理价格的场所

证券是资本的存在形式，所以证券的价格实际上是证券所代表的资本的价格。证券的价格是证券市场上证券供求双方共同作用的结果。证券市场的运行形成了证券需求者和证券供给者之间的竞争关系，这种竞争的结果是：能产生高投资回报的资本，市场的需求就大，相应的证券价格就高；反之，证券的价格就低。因此，证券市场提供了资本的合理定价机制。

四、证券市场是商业银行安全经营的重要保证

商业银行的经营要讲究盈利性、流动性和安全性的统一，因此需要审时度势将资金有效地用好、用活。银行的资产主要有三大类：一类是贷款；一类是证券；另一类是现金。这三类资产中，贷款的盈利性最强，但风险性最大，流动性最差；而现金流动性最强，安全性最高，但基本没有什么盈利可言；证券介于贷款和现金之间，它既有一定的盈利性，又有较好的流动性。一般来说，人们将现金资产称为银行的“第一储备”，而将证券称为银行的“第二储备”。对于商业银行来讲，它的经营目标是获得最大的经营利润。因此它必须尽量增加资产当中的贷款比例，在资产管理中维持一个较高的杠杆率。但是，也应看到，贷款是有较大风险的，而且贷款一般是通过契约形式事先确定好还本付息时间的，银行不可能随时把资金抽回来。而银行所面对的现实又是复杂多变的，它不得不时时保证充裕的支付能力，以确保自身的安全性。这里证券与证券市场给银行的安全经营提供了重要保证，证券不仅有着较好的盈利性，而且有着较强的变现能力，当银行出现现金紧张，发生支付困难时，它可以把持有的证券拿到证券市场去转让，能够很快地换回现金用于支付。由此可见，在较为发达的证券市场条件下，银行如能掌握一定数额的证券，就可以实现在较高盈利水平上的安全经营。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

五、证券市场是国家进行宏观经济调控的重要桥梁

中央银行是国家进行金融调控的主要部门，它从事国家宏观经济调控的一个重要方面就是参与公开市场业务。所谓公开市场业务就是指中央银行在金融市场上公开买卖有价证券来增加或减少金融市场上的借贷资金量，实现调节信用规模的一种活动，从而达到调节社会总供给与社会总需求的平衡关系。具体讲，当社会总需求大于社会总供给时，中央银行向证券市场抛售一定量的证券，以回笼货币，减少市场实际货币流通量，降低社会总需求水平，实现与社会总供给的平衡；当社会总供给大于社会总需求时，中央银行从证券市场上购进适当的证券，以增加市场的货币流通量，提高社会总需求水平，使社会总供求趋于大体的平衡。中央银行公开市场业务，除了有向证券市场抛售或购进证券来直接调节社会总供求的作用以外，它还能够影响金融市场的借贷利率，通过这种利率的变化起着间接调节社会总供求的作用。因为中央银行出售有价证券，则市场实际货币流通量必然减少。这样，在资金市场上就会出现资金供应紧张、市场利率上升、借贷需求减少的情况，从而使社会总需求水平下降；反之，中央银行从证券市场上购进证券，则市场实际货币流通量增多，当资金市场上资金供应充裕时，利率必然下降，导致资金需求增加，从而使社会总需求水平提高。

六、证券市场是传导经济信息的重要媒介

证券投资者总是需要及时、全面地了解和掌握经济情况与市场动态，以便能够及时采取措施保障其投资的安全性或抓住机会买卖证券增加所得。由于证券市场是由证券买卖者、经纪人、证券公司以及证券交易所等组成的，这些参加人与机构从不同行业、不同部门、不同地区、不同单位聚集到一起，从不同角度对政治、经济及市场形势进行调查研究，并把他们所获得的信息在证券市场上相互传播。于是，证券市场就自然成为经济信息产生和传播的重要场所。在这里，人们通过观察证券市场上各种有价证券交易价格与交易量的变化，可以了解到经济变化情况，进而采取相应的对策。证券投资者在这里还可以预测、判断哪些企业发展前景好，哪些企业发展前景不好；哪种证券收益多，哪种证券收益少，从而确定投资的对象或转移投资方向。证券市场的证券交易也能反映出社会资金的余缺。当社会上资金紧张时，持有证券的企业或个人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为了保证生产、建设所必需的资金，必然大量地抛售有价证券来换取现金，这时证券市场上必然出现买方市场，证券价格呈下跌之势。反之，当社会资金比较充足时，必然有大量的游资投向证券，这时，证券市场上必然出现卖方市场，证券价格呈上涨趋势。由此可见，证券市场可以说是能够反映一定时期国家金融形势乃至整个国民经济形势的晴雨表、温度计。

七、证券市场是进行国际间资金融通的重要工具

证券市场不仅是吸收本国资金的重要渠道，而且也是吸收外国资金的重要渠道。企业以发行股票和债券的形式筹集资金，既可以在国内发行，也可以拿到国外证券市场上去发行。企业或个人如要进行证券投资，既可以购买本国的股票或债券，也可以通过国外证券市场购买外国的股票或债券，向国外企业投资。这样就形成了国际间资金的联系，实现了国际间长期资金的融通。有这样的国际资金融通条件，对于资金短缺的国家来说，企业既可以通过国内的证券市场来筹集资金，也可以通过国外的证券市场来筹集资金，甚至可以双管齐下，这样一来，就为企业开拓了广泛的筹资来源。对于资金比较富裕甚至过剩的国家、企业或个人，可以将多余的资金投到国外企业，这样不仅为这些资金找到了出路，而且为资金短缺国家进行国外融资提供了可能。现在，购买他国股份公司的股票，已成为国际投资的重要形式之一，向国外发行股票与债券，也已成为引进外国资本的重要途径。总而言之，证券市场的建立与发展，为国际间的资金融通和促进国际间的经济合作发挥了重要作用。

第四节 证券市场的构成要素

证券市场由证券发行人、证券投资者、证券市场中介机构、自律组织和证券监管机构等要素构成。

一、证券发行人

证券发行人是指为筹措资金而发行股票、债券等证券的发行主体，是证券的供应者和资金的需求者，它们通过发行股票、债券等各类有价证券，在市场上筹集资金。发行人的数量和发行证券的数量、发行方式决定了发行市场的规模和发达程度。证券发行人主要是公司、金融机构、政府部门和其他经济组织。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、证券投资者

证券投资者是指通过买入证券而进行投资的各类机构法人和自然人，是资金的供应者和证券的需求者。投资者人数多少和资金实力的大小同样制约着证券发行市场规模。投资者分为个人投资者和机构投资者。

1. 个人投资者（Individual Investors），是指从事证券投资的社会自然人，他们是证券市场上最广泛的投资者。

2. 机构投资者（Institutional Investors），是指从事证券买卖的法人单位，主要有金融机构、企业法人、事业单位及政府机构、社会团体等。

机构投资者一般具有资金实力雄厚、收集和分析信息的能力强、能够分散投资于多个证券来建立投资组合以降低风险、对整个市场影响力较大等特点。

（1）金融机构是证券市场上主要的证券需求者和机构投资者，参加证券投资的金融机构可以分为四大类：

一是商业银行和保险公司。商业银行投资证券的主要目的是为了保持银行资产的流动性和分散风险，所以多投资于期限短、信用等级高的证券。

二是证券经营机构。主要是指证券公司、基金管理公司等，既从事证券承销、证券经纪、资本管理等中介业务，也从事证券自营等业务。因此，也是证券市场的机构投资者。

三是各类基金。证券市场已发展到各类投资基金、社保基金、保险基金、养老基金、私募基金等成为基金市场主力的阶段。各类投资基金在市场中成为市场价格的主要引导者和决定者。

四是合格的境外机构投资者（QFII）。所谓QFII（Qualified Foreign Institutional Investors）制度，是指允许经核准的合格境外机构投资者，在一定规定和限制下汇入一定额度的外汇资金，并转换为当地货币，通过严格监管的专门账户投资当地证券市场，其资本利得、股息等经审核后可转为外汇汇出的一种资本市场开放模式。这是一种有限度地引进外资、开放资本市场的过渡性制度。在一些国家和地区，特别是新兴市场经济国家和地区，由于货币没有完全可自由兑换，资本项目尚未完全开

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

放，外资介入有可能给其证券市场带来较大的负面冲击。而通过QFII制度，管理层可以对外资进入进行必要的限制和引导，使之与本国的经济发展和证券市场发展相适应，控制外来资本对本国经济独立性的影响，抑制境外投机性游资对本国经济的冲击，推动资本市场国际化。

（2）企业法人不仅是证券市场上的发行者，也是证券市场上的投资者。它们投资的目的，有的是为了资金的保值、增值，有的是想通过股票投资对其他公司进行参股、控股，参与这些公司的经营管理，从而建立起企业集团。

目前中国资本市场中的机构投资者主要有：基金公司、证券公司、信托投资公司、财务公司、社保基金、保险公司、三类企业（国有企业、国有控股企业、上市公司）、合格的境外机构投资者（QFII）等。

三、证券市场中介机构

证券中介机构主要是指为证券的发行与交易提供相关服务的各类机构。按提供服务的内容不同，证券中介机构可分为证券经营机构和证券服务机构两大类型。这两大类中介机构在证券市场上各司其职、协调行动，沟通证券市场的供应和需求，是证券市场正常运行必不可少的组成部分。

（一）证券经营机构

证券经营机构是由证券主管机关依法批准设立的在证券市场上经营证券业务的金融机构，也就是证券公司。在世界各国，证券经营机构有各不相同的名称，美国称之为投资银行（Investment Bank），英国称之为商人银行（Merchant Bank），以德国为代表的一些国家实行银行与证券混业经营，没有专门的证券经营机构，日本等一些国家与中国一样称之为证券公司（Securities Corporation）。证券公司是沟通资金盈余者和资金短缺者的桥梁。按它们从事证券业务的功能不同，可以分为主要从事证券发行业务的证券承销商、代客买卖证券的证券经纪商和为自己买卖证券并创造市场的证券自营商。实际上，证券经营机构往往同时从事多项业务，一个综合类的证券公司一般都设有若干业务部门，分别从事证券发行业务、经纪业务和自营业务，而且现在业务范围已扩展到兼并收购、基金管理、项目融资、风险投资、资产管理及投资咨询等。

我国的证券经营机构分为可以从事证券承销业务、证券经纪业务、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证券自营业务及经证券监督管理机构核定的其他证券业务的综合类证券公司和只允许专门从事证券经纪业务的经纪类证券公司两种类型。

（二）证券服务机构

证券服务机构是指依法设立的在证券市场上从事证券服务业务的法人机构，主要包括会计师事务所、律师事务所、资产评估机构、证券投资咨询公司、证券信用评级机构和证券登记结算公司等。下面介绍前五个证券服务机构：

1. 会计师事务所。这是指依法独立承办注册会计师业务，实行自收自支、独立核算、依法纳税的中介服务机构。它是注册会计师执行业务的工作机构，而注册会计师审计是会计师事务所最主要的职能。注册会计师审计是指注册会计师以独立的第三者身份，客观、公正地审查企业的财务状况、经营成果和资金流动情况，并对企业会计报表的真实性、合法性提出审计报告。通过注册会计师的审计报告，为证券发行公司揭示公司会计报表的公信力，以便吸引更多的投资者，吸引更多的资金，求得公司稳步快速发展；借助注册会计师的审计报告和鉴定结论，使投资者对发行股票公司盈利能力的判断或对发行债券公司偿债能力的了解都有了可靠的依据；证券市场的管理者也要求注册会计师对公司的会计报表进行客观、公正的审查并提出报告以便维护证券市场的正常秩序，保证证券市场健康发展。可见，在证券市场上，注册会计师所执行的业务，已经不仅仅是对某个公司的投资者和债权人负责，而是面向社会，发挥社会公证的职能，履行国家所赋予的社会监督职责。

2. 律师事务所。世界各国律师参与证券市场活动，向证券市场主体提供法律帮助的形式主要有两种：一种是通常方式，即律师通过法律咨询的形式，以他们的知识和经验为客户提供法律服务，这种形式以英国、意大利、澳大利亚和新加坡等国为代表；另一种是“证券律师”方式，是指由专业化的“证券律师”为证券市场主体提供法律帮助并参与证券市场活动，这种方式以美国为典型。

证券律师，是指那些以他们对法律的精通和对证券事务的特殊经验从而专门处理与证券业务有关的法律事务并对证券市场承担一定的监督责任的律师。律师事务所则是律师开展业务的工作机构。在我国，律师事务所从事证券法律业务的内容主要有以下三个方面：第一，为公开发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行和上市股票的公司出具法律意见书，律师及所在事务所应对出具的法律意见书的真实性、准确性、完整性进行核查和验证，并承担相应的责任；第二，对招股说明书的内容进行验证并制作验证笔录，以保证招股说明书的真实性、准确性；第三，参与起草、审查、修改、制作股份公司的创立文件、证券发行文件、证券上市文件和证券承销协议等法律文件。

3. 资产评估机构。这是指组织专业人员依照国家有关规定和数据资料，按照特定的目的，遵循适当的原则、方法和计价标准，对资产价格进行评定估算的专门机构。

资产评估是将公司资产商品化和市场化的社会经济活动，资产评估过程是专业人员模拟市场对资产在某一时点上的价格进行评定和估测过程。由于资产评估的结果是确定资产价格的基础，因此资产评估机构必须是具有独立性的专业机构。

资产评估机构在证券市场上发挥着重要的作用。首先，在股份公司设立时，对股东作为出资的实物、工业产权、非专利技术或土地使用权等，必须评估作价、核实财产、折成股份；其次，上市公司进行兼并收购等资产重组时要对有关资产进行评估才能确认其真实价值，在上市公司增发新股或配股时也需要进行资产评估；再次，当上市公司公布年度报告或中期报告时，如果公司资产价值发生非经营性因素的变动，也需要进行资产评估。此外，当企业出现资产拍卖转让、合资经营或合作经营、企业联营、企业租赁、企业清算、资产抵押及其他担保等情形时，也应当进行资产评估。

为了保证股票发行及上市交易的公正性，对同一股票公开发行、上市交易的公司，其财务审计与资产评估工作不得由同一机构承担。

4. 证券投资咨询公司。它又称投资顾问公司，是为证券市场参与者提供专业性投资咨询的中介服务机构。证券投资咨询公司的客户可以是政府部门、证券管理机关和有关业务部门，也可以是拟发行证券的公司或是证券经营机构、机构投资者及个人投资者。投资咨询公司根据客户的要求收集大量的基础信息资料并加以系统深入的分析研究，向客户提供分析报告和交易建议，帮助客户制定投资策略，确定投资计划。另外，它也可以编辑出版有关证券投资的资料、刊物、书籍，举办讲座，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发表投资咨询文章，通过公众传媒等方式提供投资咨询服务。

目前，我国证券投资咨询公司主要有两种类型，一类是专门从事证券咨询业务的专营咨询机构，另一类是兼作证券投资咨询业务的兼营咨询机构。

5. 证券信用评级机构。它是由专门的经济、法律、财务专家组成的对证券发行人或证券的信用状况进行等级评定的中介机构，在性质上具有独立性，以保证评级结果的公正性。信用评级的主要对象为各类公司债券和地方债券，有时也包括国际债券和优先股票，对普通股票一般不做评级。作为降低资本市场交易费用的一种重要工具，证券评级已成为金融制度中重要的组成部分。

四、自律组织

自律组织一般包括证券交易所、证券业协会、证券登记结算机构等各种行业性组织。

1. 证券交易所，是提供证券集中竞价交易的场所，其主要职责是：提供交易场所与设施；制定交易规则；监管在该交易所上市的证券以及会员交易行为的合规性、合法性，确保市场的公开、公平和公正。

2. 证券业协会，是证券业的自律性组织，是社会团体法人。证券业协会的权力机构为由全体会员组成的会员大会。中国证券业协会正式成立于1991年8月28日，是依法注册的具有独立法人地位的、由经营证券业务的金融机构自愿组成的行业性自律组织。根据我国《证券法》的规定，证券公司应当加入证券业协会。证券业协会应当履行协助证券监督管理机构组织会员执行有关法律，维护会员的合法权益，为会员提供信息服务，制定规则，组织培训和开展业务交流，调解纠纷，就证券业的发展开展研究，监督、检查会员行为及证券监督管理机构赋予的其他职责。

3. 证券登记结算机构。它是专门为证券与证券交易办理集中登记、存管、过户和资金结算交收业务的中介服务机构。证券登记结算业务是保障证券交易连续进行必不可少的环节，世界各国的证券交易所都有专门的证券登记结算系统。我国的证券登记结算业务由2001年3月30日成立的中国证券登记结算有限责任公司及其下属的上海分公司、深圳分公司承担。我国的证券登记结算机构实行行业自律管理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

五、证券监管机构

根据证券市场监管模式的不同，政府监管机构在各个国家有着不同的形式。

美国证券市场由1934年成立的证券交易管理委员会统一管理，它是美国联邦政府的一个独立的金融管理机构，下设公司管理局、市场管理局、投资银行管理局和司法执行局等若干职能部门，主要负责市场规章制度的制定、解释和执行，以及市场秩序的维护和信息的收集与传播。

英国证券市场的监管体系相当完善，其两大特点是自律和立法。英国证券市场的自律体系由三个机构构成：证券交易商协会、收购与合并问题专家组和证券业理事会。三个机构与政府相对独立，在一定程度上进行非正式合作。证券交易所在政府有关部门的指导下实行自我监督和管理。英国的自律和立法管理体系对证券业的管理相当成功。

在中国，证券监管机构是指中国证券监督管理委员会（证监会）及其派出机构。中国证监会成立于1997年11月，是国务院直属的证券监督管理机构。中国证监会的主要职责是：负责行业性法规的起草，负责监督有关法律法规的执行，负责保护投资者的合法权益，对全国的证券发行、证券交易、中介机构的行为等依法实施全面监管，维持公平而有序的证券市场。

第五节　世界各国的主要证券市场

一、美国证券市场

美国拥有当今世界最发达、最有影响力的证券市场。美国证券市场是从经营政府债券开始的。美国政府债券在其证券市场上占有重要地位，这是由于在美国的独立战争中，美国的战时国会、各州和军队都发行了各种各样的中期债券和临时债券。战争结束后，美国政府为了取信于民，就以发行联邦债券的形式承担了这笔债务，共达8 000多万美元。这项巨额债券的发行是依靠大量证券经纪人兜售的，起初没有集中的场所，交易都是在咖啡馆进行。证券交易人开始是在费城、纽约等地出现，证券交易就从费城和纽约兴起，其后在芝加哥、波士顿等大城市蔓延开来，为美国证券业的发展奠定了基础。1754年，一批从事证券

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买卖的商人在费城成立了经纪人会，随着证券发行和交易的扩大，于1790年成立了美国第一个证券交易所——费城证券交易所。1792年5月17日，24名经纪人在纽约华尔街一棵梧桐树下聚会，商定一项诚实守信的协定，即所谓的《梧桐树协议》。定出他们与公众交易收取佣金的最低标准，他们之间进行交易的交易条款，约定每日在梧桐树下聚会交易等。这成为美国最早的股票市场，也就是现在的纽约证券交易所的前身。1817年，这些经纪人通过一项正式章程，并定名为“纽约证券交易会”，1863年改为“纽约证券交易所”，宣告纽约证券交易所正式成立。

独立战争结束后开始的美国工业革命，给美国证券业带来了新的变化和发展，证券市场上公司股票代替了债券并占据了重要地位。这一时期，发展水陆运输成为美国经济发展的中心环节，当1794年从费城通向兰卡斯特的公路建成后，取得了显著的收益，大批筑路公司纷纷建立。1840年左右又掀起了修筑铁路的高潮，各种运输公司的股票纷纷出现在证券市场上。与此同时，银行、保险公司以及非金融机构的公司股票也开始露面，股票交易盛行。1830—1840年，美国证券业的另一变化是，美国本国投资银行业的崛起，取代了它们的欧洲前辈，开始了经营新证券的发行、承购和向国内外投资者推销证券业务的步伐。

1849年美国加州发现金矿，于是又掀起了一股采金热。公众对开发地下财富的激情高涨，主持开发者不管矿藏量的大小虚实、有无开采价值，贸然发行采金矿股票、债券。公众则抱着赌博心理，以期一朝得手，成为富翁，纷纷购买这种证券，参与交易活动。淘金热潮给美国证券业带来了兴旺，从东部城市到西部城市涌现了大批证券交易所，多达100多家。证券交易也由东向西拓展。在美国证券管理委员会成立前，对证券交易所缺乏管理，放任自流，致使许多地方性证券交易所随着采矿业的兴衰而自生自灭，这些证券交易所大多短命，能生存下来继续经营的为数不多，主要分布在有一定经济基础的城市，如旧金山、盐湖城等。20世纪70年代以前，美国只有两家全国性的股票交易所——纽约证券交易所和美国证券交易所，其中始建于1792年的纽约证券交易所规模最大。

随着信息和服务业的兴起，一个完全采用电子交易、为新兴产业提

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

供竞争舞台、自我监管、面向全球的纳斯达克（NASDAQ）股票市场于1971年诞生，目前已成为成长速度最快、规模和重要性与纽约证券交易所不相上下的股票交易市场。NASDAQ本是全美证券商协会自动报价系统的英文缩写，但目前已成为纳斯达克股票市场公司（NASDAQ Stock Market Inc）的代名词，其职能是操作并维持纳斯达克报价系统的运转，并提供各种金融服务。纳斯达克市场隶属于全美证券商协会（NASD），该协会还有另一家子公司，即全美证券商协会监管公司，根据全美证券商协会自立的证券交易规则和联邦证券法对纳斯达克系统公司以及场外交易进行监管。因此，纳斯达克是全美也是全球最大的股票电子交易市场。全美证券商协会是美国最大的金融自律组织。

在30年不到的时间内，纳斯达克已发展成一个上市公司总数和成长速度超过纽约证券交易所的股票市场，在1998年交易量一举超过了纽约证券交易所。纳斯达克指数通常同道·琼斯指数一起被用来作为市场分析的基本数据。因纳斯达克股票市场吸引力强，美国证券交易所已于1998年同它合并，组成纳斯达克—埃迈克斯市场集团。

美国的股票指数，特别是道·琼斯指数和标准普尔500指数，被公认为美国乃至世界经济的晴雨表。

美国证券市场的特点是专业化和分散化相结合。有发达的证券交易所市场和场外市场，以及大量的直接交易，有发达的投资银行业和大量成熟的机构投资者。

1. 证券市场分散化：与西方各国以及美国早期的证券市场相比，今天的美国证券市场呈现高度的分散化趋势。

（1）证券交易不再集中于证券交易所，即打破了证券交易被证券交易所集中化的情形，代之以场外市场交易的蓬勃兴起。美国的证券流通市场由四个部分构成：①分布在各大城市的10多个全国性的股票交易所市场，其中以纽约股票市场最为著名；②场外市场，其交易量仅次于纽约股市，居全国第二位，有5万余种各类证券在此流通；③第三市场，即已在证券交易所上市的证券的场外交易市场；④第四市场，即投资者直接进行交易的市场，主要是机构投资者的巨额直接交易。仅从证券交易量来看，美国场外交易的重要性已超过交易所交易。

（2）证券交易不再集中于经纪人，即打破了早先经纪人对证券交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易的垄断化情形，大量的直接交易都是通过网络在很多个人与机构之间完成，这一情形是与场外交易的发展密切相关的。

（3）证券交易不再集中于少数几种类别的证券交易形式上，即打破了早先证券交易形式单一化的情形，证券交易形式越来越多样化，不断涌现出新的交易形式。

从某种意义上说，美国证券市场的分散化这一特征是全球证券市场发展的共同趋势。

2. 证券市场专业化：美国证券市场的专业化由来已久，它有发达的投资银行业和大量成熟的机构投资者。其表现为：

（1）美国法律对金融机构的职能进行了明确划分，商业银行一般只能进行短期金融活动，中长期金融活动（主要指证券市场活动）则一般由投资银行负责，二者的专业分工非常明确。

（2）美国各类团体投资者，包括各种投资公司、年金基金、保险公司、互助储蓄协会等专业金融机构，在证券市场上有着举足轻重的影响，这些专业金融机构拥有雄厚的实力和专门知识、充足的信息等，大量购买与持有各类证券。

（3）投资公司拥有强大的势力，在美国发行的各种证券大都由投资公司包销。

二、英国证券市场

英国证券市场也是伴随着股份公司的涌现和信用活动的开展而发展起来的。自从威廉三世时期出现非正式的证券经营活动之后，1773 年在伦敦柴思胡同的约那森咖啡馆中，股票商正式组织了英国第一个证券交易所，即当今伦敦证券交易所的前身。1802 年 3 月在英格兰银行附近，伦敦证券交易所新大厦落成开业。18 世纪中叶，在伦敦证券市场上进行证券交易的主要是英格兰银行、南海公司和东印度公司的证券，其他股份公司的证券交易则是在非正式的地方性证券市场上进行的。到 19 世纪中叶，这些非正式的地方性证券市场逐步走向正规化。1827 年利物浦证券交易所成立，1830 年曼彻斯特证券交易所组建，从事各种证券交易活动，经营各种股票。1836 年铁路股票兴盛，地方证券公司的发展尤为迅速。1914 年共有地方证券交易所 22 家。

英国的伦敦证券交易所随着工业革命的不断深入，其规模空前扩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大，上市的有价证券也转以海外证券为主，成为大企业股票的集中场所和世界性的海外投资中心。两次世界大战使英国证券市场的国际地位迅速下降。第一次世界大战（以下简称“一战”）前，在伦敦证券交易所上市的证券中有80%是海外证券，充分显示了伦敦在国际证券业中的地位。一战后，英国的海外投资一直处于停滞状态，再加上20世纪30年代经济危机的影响，1929—1933年间，新发行证券中，海外证券仅占17.4%，国内证券上升到82.6%。第二次世界大战（以下简称“二战”）后，直到20世纪60年代，英国在西方世界中的地位进一步下降，伦敦世界金融中心的地位也被纽约所取代。

20世纪70年代，欧洲债券市场的迅速发展对活跃英国证券市场起到了促进作用。进入80年代，英国经济有所回升，国内企业发行的股票和债券迅速增加，由于英镑对美元汇率呈下降趋势，从而吸引着外国筹资者在伦敦证券市场举债，使英国证券市场的地位得到了巩固和提高。

英国拥有世界著名的伦敦证券交易所，该证券交易所在周转额方面居世界第一位，在成交额方面则仅次于纽约证券交易所，是传统的国际证券交易中心。与其他各国相比，英国证券市场的特点表现为：

1. 发行业务极端专业化：在英国，银行存款业务与证券业务历来就是分开的，这与美国基本相同。但英国的专业化更进一步，英国证券发行业务的各个步骤由各种证券金融业分担，而美国证券发行业务则由投资银行包揽，相应地，投资银行内部组织也实行分部制。由于英国证券业的这种高度专业化，使得英国各证券金融业各自遵守其活动范围，而不敢越雷池一步，相互之间缺乏协调与统一性。

2. 中小企业集资兴股在证券市场上占相当比重：英国拥有大量的中小型企业，大量中小型企业利用发行证券吸收资金，其发行证券的数额相当巨大，使得中小型企业集资兴股在英国证券市场占有相当比重，成为英国证券市场的一大特色。

3. 外国证券在证券市场上占相当比重：由于英国的产业革命，使得英国企业有充足的自有资金扩充业务，企业对外界资金依赖甚小，资本市场投资主要面向海外市场，使得早期的英国证券市场主要是向海外投资（外国证券在本国发行），而国内企业的资本筹集不为证券市场所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重视，证券交易机构也是专为便于海外投资和商业金融而形成的。二战后，高税率及英国经济的滑坡使得英国企业自有资金严重短缺，被迫依赖于外部资金供给，使英国证券市场比较重视国内企业，即使这样，外国证券在英国证券市场仍占相当比重。

4. 政府证券在证券市场上占相当比重：伦敦证券交易所目前仍然是世界最大的“金边市场”（指政府证券市场，因早期的英国政府公债带有黄边，并被认为是最稳定可靠的债券而得名）。英国政府通过英格兰银行在伦敦证券交易所的经纪人买进或卖出政府证券，一方面筹措资金以满足财政需要，另一方面则通过政府证券的买卖来控制货币供应量以调整市场利率。

三、日本证券市场

日本证券市场起步较晚，但发展迅速。在日本，1878 年明治维新时期证券市场方开始出现，在早期的日本证券市场形成中，沿袭封建社会的传统，大企业发行的股票往往被同一财团内部的企业所消化，而事业债的承销业务又几乎被银行和信托公司所垄断，因此证券市场规模狭小，市场功能作用不大。

二战初期，在东京证券交易所的基础上建立了日本证券交易所，并实施了重大改革，把许多地方性证券交易所合并。到二战结束的时候，日本的证券交易所全部解体，一时间日本没有一个有组织的证券市场，非官方的证券市场实际上是一种场外交易市场。随后，日本政府在美国占领军的督促下实行经济体制改革，采取了一系列旨在扶持证券市场的措施，日本的证券业才得以复苏。

1948 年 5 月，日本政府对证券交易活动实行立法，颁布了日本历史上第一个《证券交易法》。该法规定，只有证券公司才能经营证券业务。1949 年日本政府相继批准开放了东京、大阪、名古屋、神户等九个地方以会员制为组织形式的证券交易所，并规定在东京、大阪、名古屋三个证券交易所里，可以进行全国性的证券买卖交易。这些政策措施，大大促进了证券市场的发展，振兴了日本的证券业。

东京证券交易所重建于 1949 年 5 月，它比伦敦证券交易所和纽约证券交易所等老证券交易所的历史晚得多，然而却在短短的 40 年中奇迹般地为日本工业的技术革新提供了巨额资金，目前已成为世界第三大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证券交易所。

独特的经济发展历史，形成了日本独特的证券市场制度，使日本证券市场具有以下一些特点：第一，发行市场尚未充分发展；第二，间接融资相当发达；第三，财团处于绝对支配地位；第四，国家资本直接投入；第五，投机性的流通市场；第六，证券业社会地位低下。

日本证券市场形成这些特点是有其深刻的社会经济根源的：

首先，日本属于后起资本主义国家，工业发展所需资金大多是由国家供给的。而且，日本的资本主义带有浓厚的封建色彩，许多资本家源于日式银行家和地主，而他们这些人又与官府联系甚密，这是由于日本政府为促进产业高速发展，采取扶持垄断企业与垄断资本家的政策，形成了日本独具特色的财团。财团对经济生活有绝对的支配权，产业利润绝大部分均归属于少数财团，导致公众资金不足，加之作为后起的资本主义国家的资金短缺的特点，使得日本证券发行市场非常不发达。相反，由于公众积累资金较少，因而一般存之于金融机构，使得日本间接融资相当发达。

其次，在二战后的日本经济恢复时期与高速增长时期，日本政府采取了一种通货膨胀政策，鼓励企业大举从银行借债进行投资，并借助于银行对借款企业进行“窗口指导”，这就抑制了证券发行市场的发育和成长，相反使间接融资非常发达。

最后，由于发行市场的不发达，相应的流通市场就很难健康地发展。相反，日本的流通市场很少具有投资性，而是具有浓厚的投机性。也就是说，证券市场在日本并不是投资者与筹资者进行交易的场合及各种投资筹资关系的集合，而是进行投机交易的场合及各种投机关系的集合。日本证券市场这种浓厚的投机性，又使得证券从业者被视为炒卖证券者，因而社会地位低下。

第六节　中国的证券市场

中国证券的历史既年轻又源远流长。我国目前的证券市场从建立到现在，仅仅只有20多个年头，而国内各收藏家所收集的证券，展示给我们的却是一幅长达百年之久的中国证券发展的历史画卷。纵观中国的百年证券史，横跨清朝末期、民国时期、革命根据地时期、中华人民共

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和国建立初期和改革开放时期。由于历史条件不同，每个时期的证券业与证券市场均展现出不同的特点。

一、清朝末期（1872—1911）

晚清政府统治时期，中国股票债券筹资的形式已经出现。1872 年，由洋务派大臣李鸿章策划，并以股份公司形式建立的轮船招商局发行的股票，是中国最早的股票。自此，官督商办、官商合办以及甲午战争后兴起的民营企业、金融企业都以股票形式筹集资金。企业以债券筹资的则少见。清中期以前中国无公债制度。同治年间，清政府因国库空虚，向国外借款。1867 年，清政府向外商的借款达 400 余万两白银。光绪年间，因创建海军、修筑铁路等也向外商借款。国内债券的发行则始于 1894 年，清政府为应付甲午战争军费的需要，由户部建议向富商巨贾借款，称“息借商款”，这是晚清政府第一次发行的债券。中国早期证券的发行等制度尚不规范，如清政府发行的债券和官办企业的股票，主要都以摊派形式发行。

二、民国时期（1912—1948）

民国时期，股票成了企业的重要筹资手段。一战时期，西方列强忙于欧战，中国民族资本企业蓬勃发展，它们多以股票形式筹资。中国居民的股票投资热情也异常活跃。1941 年，因交易所和经营股票买卖的信托公司的无序膨胀，导致信托公司、交易所热潮崩溃，破产之风波及各业，股票交易萎缩。其后直至 1949 年，股票交易虽有跌宕起伏，但股票发行一直是企业筹资的重要形式。在公债方面，无论北洋政府抑或蒋介石政权，都视其为财力的支撑之一，它们既发行内债又发行外债，而且在 1922—1937 年间，证券市场是以债券市场为主。抗战爆发后，国民党军队节节败退，公债信誉下降，公债交易日渐萎缩。

三、革命根据地时期（1927—1949）

新民主主义革命时期，中国共产党及其领导下的民主政府，以极大的毅力进行根据地的财政经济建设。为了组织财力，创造争取革命战争胜利的物质基础，早在 1932 年 6 月以及下半年即先后发行中华苏维埃共和国革命战争短期公债 60 万元和 120 万元。苏维埃政权所发行的公债还包括经济建设公债。同时，在苏维埃政权法律允许的范围内，鼓励私人资本的投资，并通过金融机构吸收群众存款，把所有的民间资金，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一律组织在生产、消费与信用合作社之内。抗战时期发行的财政证券包括代价券、本票、公债券、田赋借券、公粮券等。解放战争时期，关内各解放区发行公债的地区不多，而东北地区的许多省市都曾发行公债。1937—1949年根据地合作商业得到发展，如1939年2月6日，晋察冀边区行政委员会发出“推行合作事业第一号通令”，规定了合作社种类，社股（每股5角）、社员及盈余的分配等问题。总之，革命根据地利用债券、股份筹集资金，集聚财力，为革命战争的胜利提供了物质保证。

四、中华人民共和国建立初期（1949—1968）

中华人民共和国建立后不久，即对资本主义工商业进行社会主义改造。政府针对当时市场混乱、游资充斥、通货膨胀和投机猖獗的情况，对证券市场采取了改造和利用的策略，关闭了旧的证券市场，成立了新的证券市场。1949年和1950年，天津证券交易所和北京证券交易所开业，在引导社会游资、稳定市场和恢复国民经济方面发挥了重要作用。由于当时的中国选择了苏联式的计划经济体制，建立了高度集中的金融体制，否定了除银行以外的一切信用形式和市场的作用，实行单一的社会主义公有制，证券市场被认为是资本主义的产物，与社会主义公有制经济性质是不相容的，证券市场失去了存在的基础。1952年，北京和天津证券交易所相继关闭，中国证券市场基本消失了。在公债方面，中华人民共和国成立时，国民经济处于极端困难的境地，针对1950年的预算赤字112.5亿斤细粮，中央人民政府决定通过发行国内公债43亿斤和向银行透支来解决。1950年1—3月发行的第一期人民胜利折实公债，达1.48亿份。1958年“大跃进”开始，刮起“共产风”，银行开了大门，已无发行公债的必要。随之而来的是经济生活状况不正常，群众生活困难，也失去了发行内债的基础。1956年初，国家的外债全部还清，到了1968年，国家的内债也全部还清，1969年5月11日，《人民日报》宣布，中国成为世界上第一个“既无内债，也无外债”的国家，从而出现了一段无证券活动的历史时期。这种情形一直延续到“文化大革命”结束，近10年之久。

五、改革开放时期（1978至今）

回顾改革开放以来中国资本市场的发展，大致可以划分为三个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

阶段：

第一阶段：中国资本市场的萌生（1978—1992）。

从 1978 年 12 月中国共产党十一届三中全会召开起，经济建设成为国家的基本任务，改革开放成为中国的基本国策。随着经济体制改革的推进，企业对资金的需求日益多样化，中国资本市场开始萌生。

20 世纪 80 年代初，城市一些小型国有和集体企业开始进行多种多样的股份制尝试，最初的股票开始出现。这一时期股票一般按面值发行，大部分是保本保息保分红、到期偿还，具有一定债券的特性；发行对象多为内部职工和地方公众；发行方式多为自办发行，没有承销商。如 1984 年 7 月，北京天桥百货股份有限公司成立时发行了三年定期的股票，具有代表性。

1981 年 7 月，我国重新开始发行国债。1982 年和 1984 年，最初的企业债和金融债开始出现。

随着证券发行的增多和投资者队伍的逐步扩大，证券流通的需求日益强烈，股票和债券的柜台交易陆续在全国各地出现，二级市场初步形成。上海证券交易所、深圳证券交易所于 1990 年 12 月先后营业。伴随着一、二级市场的初步形成，证券经营机构的雏形开始出现。1987 年 9 月，中国第一家专业证券公司——深圳特区证券公司成立。1988 年，各省组建了 33 家证券公司，同时，财政系统也成立了一批证券公司。

1990 年 10 月，郑州粮食批发市场开业并引入期货交易机制，成为中国期货交易的开端。1992 年 10 月，深圳有色金属交易所推出了中国第一个标准化期货合约——特级铝期货标准合同，实现了由远期合同向期货交易的过渡。

总体上看，股份制改革起步初期，股票发行缺乏全国统一的法律法规，也缺乏统一的监管，股票发行市场也出现了混乱。同时，对资本市场的发展在认识上也产生了一定的分歧。

1992 年初邓小平同志南方视察谈话后，中国确立的经济体制改革的目标是“建立社会主义市场经济体制”，股份制成为国有企业改革的方向，更多的国有企业实行股份制改造并开始在资本市场发行上市。1993 年，股票发行试点正式由上海、深圳推广至全国，打开了资本市场进一步发展的空间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二阶段：全国性资本市场的形成和初步发展（1993—1998）。

1992 年 10 月，国务院证券管理委员会（证券委）和中国证券监督管理委员会（证监会）成立，标志着中国资本市场开始逐步纳入全国统一监管框架，区域性试点推向全国，全国性市场由此开始发展。1997 年 11 月，中国金融体系进一步确定了银行业、证券业、保险业分业经营、分业管理的原则。1998 年 4 月，证券委撤销，证监会成为全国证券期货市场的监管部门，建立了集中统一的证券期货市场监管体制。

中国证监会成立后，推动了《股票发行与交易管理暂行条例》、《公开发行股票公司信息披露实施细则》、《禁止证券欺诈行为暂行办法》、《关于严禁操纵证券市场行为的通知》等一系列证券期货市场法规和规章的建设，资本市场法规体系初步形成，使资本市场的发展走上规范化轨道，为相关制度的进一步完善奠定了基础。

随着市场的发展，上市公司数量、总市值和流通市值、股票发行筹资额、投资者开户数、交易量等都进入了一个较快发展的阶段。沪深交易所交易品种逐步增加，除单纯的股票外，陆续增加了国债、权证、企业债、可转债、封闭式基金等。

伴随着全国性市场的形成和扩大，证券中介机构也随之增加。到 1998 年底，全国有证券公司 90 家，证券营业部 2 412 家。从 1991 年开始，又出现了一批投资于证券、期货、房地产等市场的基金（统称为“老基金”）。1997 年 11 月，《证券投资基金管理暂行办法》颁布，规范证券投资基金的发展。同时，对外开放进一步扩大，推出了人民币特种股票（B 股），境内企业逐渐开始在香港以及纽约、伦敦和新加坡等海外市场上市；期货市场也得到初步发展。

在这个阶段，统一监管体系的初步确立，使得中国资本市场从早期的区域性市场迅速走向全国性统一市场。随后，在监管部门的推动下，一系列相关的法律法规和规章制度出台，资本市场得到了较为快速的发展，同时，各种体制和机制缺陷带来的问题也逐步积累，迫切需要进一步规范发展。

第三阶段：资本市场的进一步规范和发展（1999 至今）。

《中华人民共和国证券法》于 1998 年 12 月颁布并于 1999 年 7 月实施，是中国第一部规范证券发行与交易行为的法律，并由此确认了资本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场在中国的法律地位。

在这个阶段，中国围绕完善社会主义市场经济体制和全面建设小康社会进行了持续改革。2001 年 12 月，中国加入世界贸易组织，中国经济走向全面开放，资本市场的深度和广度日益扩大。

自 1998 年建立了集中统一监管体制后，中国证监会严格依法履行监管职责，集中力量查办了“琼民源”、“银广夏”、“中科创业”、“德隆”、“科龙”、“南方证券”、“闽发证券”等一批大案要案，坚决打击各类违法违规行为，切实保护了广大投资者的合法权益，维护了“公平、公正、公开”的市场秩序。

2004 年 1 月，国务院发布了《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》，此后，中国资本市场进行了一系列的改革，完善了各项基础性制度，主要包括实施股权分置改革、提高上市公司质量、对证券公司进行综合治理、大力发展机构投资者、改革发行制度等。经过这些改革，投资者信心得到恢复，资本市场出现转折性变化。

这一时期，为充分发挥资本市场的功能，市场各方对多层次市场体系和产品结构的多样化进行了积极的探索。中小板市场的推出和代办股份转让系统的出现，是中国在建设多层次资本市场体系方面迈出的重要一步。可转换公司债券、银行信贷资产证券化产品、住房抵押贷款证券化产品、企业资产证券化产品、银行不良资产证券化产品、企业或证券公司发行的集合收益计划产品以及权证等新品种的出现，丰富了资本市场的交易品种。

同时，债券市场得到初步发展，中国债券市场规模有所增加，市场交易规则逐步完善，债券托管体系和交易系统等基础建设不断加快。期货市场开始恢复性增长。2007 年 3 月，修订后的《期货交易管理条例》发布，将规范的内容由商品期货扩展到金融期货和期权交易。

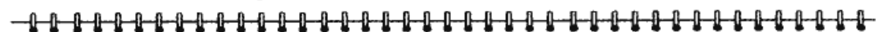
这一时期，合资证券期货经营机构大量设立；合格境外机构投资者（QFII）与合格境内机构投资者（QDII）机制相继建立；大型国有企业集团重组境外上市继续推进；外商投资股份公司开始在境内发行上市，外资也被允许对上市公司进行战略投资。

在过去的 20 多年间，中国资本市场从无到有、从小到大、从区域到全国，得到了迅速的发展，在很多方面走过了一些成熟市场几十年甚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

至是上百年的道路。尽管经历了各种坎坷，但是，中国资本市场的规模不断壮大，制度不断完善，证券期货经营机构和投资者不断成熟，逐步成长为一个在法律制度、交易规则、监管体系等各方面与国际普遍公认原则基本相符的资本市场。

【案例】 三一重工全流通始末



2005 年 4 月 12 日，中国证监会对外宣布启动股权分置改革。4 月 29 日，经国务院同意，中国证监会发布了《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，标志着股权分置改革试点工作正式启动。4 月 30 日，也就是证监会关于股权分置改革试点的通知出台的次日，三一集团便在第一时间向中国证监会正式提交了解决股权分置改革的试点方案；5 月 2 日，三一集团接到中国证监会“谈话”的通知；5 月 7 日被最终确定为首批试点单位之一。

2009 年 5 月 10 日，三一重工（600031. SH）第一个公布其“股改”方案，即流通股股东每持有 10 股流通股获得 3 股股票和 8 元现金，三一重工股份有限公司董事长梁稳根满以为自己宣布的是一个“所有人（流通股股东）都会很高兴”的方案，但得到的回应却是——“非流通股股东让利不够”。长久以来上市公司积累的亏损使所有投资人对“股改”试点的让利方案期望值过高。作为第一个公布方案的公司，三一重工必然要面对整个流通股股东对非流通股股东有不满情绪的状况。

于是，三一重工于 2005 年 5 月 24 日召开二届十四次董事会，会议审议通过公司股权分置改革方案的修改提案，修改后的对价方案为：以 2005 年 4 月 29 日公司总股本 24 000 万股为基数，由非流通股股东向方案实施基准日的流通股股东按持股比例共支付总额为 2 100 万股公司股票和 4 800 万元现金对价，即流通股股东每持有 10 股流通股将获得 3.5 股股票和 8 元现金对价。与原方案相比提高了 0.5 股让利幅度，同时在大股东减持问题上，三一集团还承诺，只有同时满足以下两个条件：自公司股权分置改革方案实施后的第一个交易日起满 24 个月以上，以及方案实施后任一连续 5 个交易日（公司全天停牌的，该日不计入 5 个交易日）公司二级市场股票收盘价格达到 2005 年 4 月 29 日收盘价 16.95 元的 112.1% 即 19 元或以上，方可通过上海证券交易所挂牌交易出售所持有的非流通股股份，以提高非流通股股东减持的门槛。

2005 年 6 月 10 日 16 时 08 分，在 A 股上证指数跌破 1 000 点后的第四天，三一重工股改方案以 93.44% 的高赞成率顺利通过。来自非流通股股东、基金公司、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

券商、流通股股东以及各大媒体的代表共 400 多人，在湖南长沙见证了中国证券市场改革的这一重大时刻，标志着中国股权分置改革成功打响第一枪。三一重工也由此成为“中国股改第一股”，被永久地载入了中国资本市场发展的史册。

三一重工股改的成功，加上“送股+派送现金”的“三一模式”被后来普遍采用，为股改的推进提供了一个可以借鉴的成功经验，被誉为“股改风向标”。

2008 年 6 月 17 日，三一重工控股股东三一集团有限公司的 51 812.62 万股限售股全部解禁，解禁股份占三一重工总股本的 52%，按照三一重工 17 日的开盘价计算，解禁金额超过 100 亿元。作为沪深两市第一家完成股改的上市公司，三一重工的股票进入全流通时代，标志着中国自 2005 年 4 月底正式启动股权分置改革以来，股改公司实质性地进入全流通时期。

资料来源：朱宗文．股改头啖汤：三一重工全流通始末［N］.21 世纪经济报道，2009-01-01（10）．作者对原文有所删节和整理．

本章基本概念

证监会　证券业协会　证券交易所　场外交易市场　第三市场　第四市场

复习思考题

1. 什么是证券市场？它具有哪些功能？
2. 证券市场产生的动因是什么？又是如何推动经济发展的？
3. 证券市场都有哪些参与者？
4. 证券发行市场与证券流通市场有什么关系？
5. 简述证券市场的发展趋势。
6. 美、英、日三国证券市场各有何特点？
7. 中国证券市场经历了哪几个发展阶段？
8. 结合“三一重工”股改全流通案例谈谈中国证券市场在经济发展中的意义。

学习资料推荐

你可以参照中国证券业监督管理委员会网站了解证券中介“合法机构名录”、“业务资格”和“人员资格”等相关内容：http：//www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjjg/。

你可以登录上海证券交易所和深圳证券交易所网站进一步了解证券交易所市场的基本情况：http：//www.sse.com.cn/sseportal/ps/zhs/sjs/sse_info.shtml；http：//www.szse.cn/main/aboutus/。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章

证券发行市场



发行市场是证券市场存在的基础，由发行者、投资者和证券中介机构组成。本章重点阐述股票发行的目的及种类、股票增资发行的主要方式，分析股票发行价格确定及影响因素，考察股票的发行程序，阐明债券的发行条件及发行方式，阐明债券信用评级的意义、内容及方法。通过本章的学习，旨在使学生掌握股票、债券两个基本投资工具在发行市场上的表现，知晓发行市场上的各种概念和制度规定。

证券发行市场又称“初级市场”或“一级市场（Primary Market）”，是指各发行主体发行推销各种新证券所形成的市场。证券发行市场是一个无形的市场，不存在具体的固定场所。从理论上说，证券发行人直接或通过中介机构向社会发行证券，而认购人购买其证券的交易行为即构成发行市场。由此可见，证券发行市场由发行者、投资者和证券中介机构构成。通过证券发行市场，使政府、金融机构及企业公开发行的新证券第一次销售给投资者，成为资金需求者筹措资金的重要渠道；同时又为资金盈余者提供投资及获利的机会，实现储蓄向投资转化。它的功能就在于将分散在社会各方面的零星资金汇集起来，使其成为巨额生产或经营资金，满足资金供求双方的双向需求。按发行对象不同，发行市场可分为股票发行市场、债券发行市场和基金发行市场等，它们的发行目的、发行条件、发行方式及价格决定各不相同。本章主要阐述股票发行市场和债券发行市场。

本章建议阅读资料：

1. 中国证券业协会．证券业从业资格考试统编教材——证券发行与承销［M］．北京：中国财政经济出版社，2012.
2. 朱宝宪．投资学［M］．北京：清华大学出版社，2002.
3. 陈琦伟．投资银行学［M］．大连：东北财经大学出版社，2002.
4. 李杨，王国刚．资本市场导论［M］．北京：经济管理出版社，1998.
5. 胡克 J C. 兼并与收购实用指南［M］．陆猛，译．北京：经济科学出版社，2000.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一节　股票发行市场

一、股票发行目的

股票的发行主要分两种情况：一是为新设立股份公司发行股票；二是现有股份公司为改善经营而发行股票。

（一）为新设立股份公司发行股票

新设立股份公司需要通过发行股票来筹集资本，达到预定的资本规模，为公司开展经营活动提供必要的资金条件。股份公司的设立一般又分为发起设立和募集设立两种形式。

1. 发起设立是指由发起人认购公司应发行的全部股份而设立公司。在这种情况下，股份有限公司创建时的资金来源，就只是发起人认购股票所缴资金，这样每个发起人就都是公司的原始股东。发起人在认购股份后，可以一次缴足认购款，也可以分期交纳，期限由发起人共同议定。股款可以用现金支付，也可以按事先的协议用设备、房屋、地产等实物资产，经作价后抵缴股款。发起设立方式比较省事，只要注册申请，经过批准，即可开始新公司的营业活动，这类公司规模通常较小。

2. 募集设立是指由发起人认购公司应发行股份的一部分，其余股份向社会公开募集或者向特定对象募集而设立公司。我国公司法规定，以募集设立方式设立股份有限公司的，发起人认购的股份不得少于公司股份总数的35%。但是，法律、行政法规另有规定的，从其规定。为此，发起人应先向主管机关申请，经核准后，公布招股书。其主要内容是：公司的基本情况（名称、营业范围、股份总额等），发起人认购情况，认购开始和结束的时间，股金交付方式、期限以及代收股金的金融机构等。股票发行结束后，发起人应通知所有股东参加公司创立大会，讨论公司章程，选举董事会，之后公司宣告成立，开始营业。

（二）现有股份公司为改善经营而发行股票

现有股份公司为改善经营而发行股票的目的主要有：

1. 为发展已有公司即老公司的资本规模而发行增资股票。这种股票的发行情况一般复杂一些。老公司发行增资股票，主要是为了扩大本公司的生产经营规模，扩充资本总量，以加强其市场竞争力；或者是为了筹措设备资本，即增加设备投资，购买新的机器和扩建厂房；或者为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了筹措营运资本，即增加流动资本，特别是在银根紧缩、难以通过银行贷款解决流动资金需要时，发行股票增资是一种较好的方式。

2. 调整公司财务结构，保持适当的资产负债比率。自有资本在资金来源中所占比率的高低是衡量公司财务结构和实力的重要标志。资产负债率通常反映股份公司的负债能力和经营的稳定性。必要时，公司可以通过发行新股票提高自有资本的比率，降低负债率。同时，由于股份公司发行债券的额度是根据公司的净资产额确立的，因此，增加自有资本还可以扩大公司债券的发行额度，为公司筹集到更多的资金用于拓展业务。

3. 满足证券交易所的上市标准。各国证券交易所都对股票上市做出了严格的规定，如最低的股本数额、最低的公众持股比例、符合要求的业绩记录等。只有符合标准的股票才有可能获准挂牌上市。而一个公司股票上市与否，是判定该公司经营状况与信誉的主要标准之一。因此，公司为了争取自己的股票在证券交易所挂牌上市，往往通过发行新股票的办法来增加资本额，满足上市标准。

4. 公司兼并重组。这种发行是出于两方面的考虑：一是维护公司经营支配权，防止被其他公司兼并而发行股票；二是为本公司经营前景考虑，谋求与其他公司合并，以股权交换方式实现购并重组，达到减少竞争对手、扩大市场份额、引进其他公司先进生产技术等目的。

5. 维护股东直接利益。经营状况良好的股份公司可以将超过规定比例的法定公积金和任意公积金，全部或部分地转为资本金，并按增加的资本金额发行股票，无偿地交付股东。另外，还可以将本应分派的现金红利转入股本，发行相应数额的新股票分配给股东，这种股票股息可以使股东从中受益。

6. 转换证券行使权力。例如，当可转换优先股票或可转换公司债券的转换请求权生效后，股份公司需发行新股票来注销原来的可转换优先股票或可转换公司债券。

7. 股份的分割与合并。股份的分割又称拆细，是指公司为了争取更多投资者而降低每股股票票面价格并对股票进行分割，要向原股东换发拆细后的股票；或为了便利业务处理而对面额过低的股票进行合并。

8. 公司缩股。公司在减资时，需要发行新股票来替换原来发行的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

老股票。

二、股票发行种类

按股票发行与公司组建的关系，可将股票发行分为初次发行和增资发行。

（一）初次发行

初次发行是指新组建股份公司时或原非股份制企业改制为股份公司时或原私人持股公司要转为公众持股公司时，公司首次发行股票。前两种情形又称设立发行，后一种发行又称首次公开发行（Initial Public Offerings，IPOs）。初次发行一般都是发行人在满足发行人必须具备的条件，并经证券主管部门审核批准或注册后，通过证券承销机构面向社会公众公开发行股票。通过初次发行，发行人不仅募集到所需资金，而且完成了股份有限公司的设立或转制。

（二）增资发行

增资发行（Seasoned Offering）是指股份公司组建、上市后为达到增加资本金的目的而发行股票的行为。股份有限公司增资应当修改公司章程，须经出席股东大会的股东所持表决权的2/3以上通过。变动后应由法定验资机构出具验资证明，并依法向公司登记机关办理变更登记。

上市公司增资发行的方式有：向原股东配售股份、向原股东送红股、以公积金转增股本、向不特定对象公开募集股份、向特定对象非公开发行股份、发行公司债可转换债券等。

股票增资发行，按照股东取得股票时是否缴纳相应的价款来划分，可分为有偿增资发行、无偿增资发行和有偿无偿混合增资发行。

1. 有偿增资发行

有偿增资发行是一种旨在筹集资金的增资发行，是认股人必须按股票的发行价格支付现款方能获取股票的发行方式。股票发行与公司资本同时增加，它是最典型的股票发行方式。可分为向原股东配售股份、第三者分摊和向不特定对象公开募集股份（公开招股）三种形式，其中以公开招股形式发行的股票数量最大。

（1）向原股东配售股份，简称配股，是公司按股东的持股比例向原股东分配该公司的新股认购权，准其优先认购增资的方式，即按旧股一股摊配若干新股，以保护原股东的权益及其对公司的控制权。这种新

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股发行价格往往低于市场价格，事实上是对原股东的一种优惠，一般股东都乐于认购。配股，没有必须应募的义务，可以放弃新股认购权，也可以把认购权转让他人。

（2）第三者分摊，也称第三者配股，是给股东以外的本公司的管理人员、一般职员和往来客户等与本公司有特殊关系的特定者以新股认购权的方式。这种发行方式是为了解决某些重要问题，诸如公司经营不利、资本筹措困难，或是有些公司破产后力图重建等；当不同公司进行业务合作时也可能采用第三者分摊的形式。这时，新股的发行价格低于市场价格，第三者可获得价格上的优惠，但发行价格与市场价格不能相差过大，否则将会损害原来以时价购进股票的股东利益。这种增资方式须经股东大会特别批准。

（3）向不特定对象公开募集股份（公开招股），简称增发，是以不特定的多数投资者为发行对象，由应募者认购新发行的股票。采用这种方式，既能扩大资金的筹集量，增强股票的流通性，又可避免股票过分集中、分散股权，是常用的增资方式。公开招股一般以市场价格为基础确定发行价格。

2. 无偿增资发行

这种方式是指股东无须缴付股款而取得新股的增资方法。通常此次股票的发行是赠送给原来的老股东，其目的并非直接筹资，而是为调整资本结构或把积累资本化。无偿增资发行又可以分为无偿交付、股票分红、股份分割和债券股票化四种形式。

（1）无偿交付即公积金转增，也称累积转增资，是股份公司将公积金和任意公积金转为资本金时，将公积金折成股票无偿地分发给股东，使股东无偿取得新发行的股票。公积金转增资可以进一步明确产权关系，有助于投资者正确认识股票的投资价值。公积金转增资应遵循国家有关法律的规定，我国公司法规定，公司的公积金可用于弥补公司亏损、扩大生产经营或者转为公司资本，但是资本公积金不得用于弥补公司亏损。另外，法定公积金的余额必须达到注册资本的 50%，才可将其中不超过一半的数额转为增资，任意公积金则可由股东大会决定全部或部分转为增资。

（2）红利增资，又称股票分红、股票股息或送红股，即将应分派

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

给股东的现金股息转为增资，用新发行的股票代替准备派发的股息红利。这种无偿增资的方式使现金派息应流出的现金保留在公司内部，将当年的股息红利开支转化为经营性资金。公司股东既取得了参与盈余分配的同样效果，又可免缴个人所得税（大多数国家规定将收入作再投资免交所得税）。但是，根据中国《个人所得税法》的有关条款，个人因持有中国的债券、股票、股权而从中国境内公司、企业或其他经济组织取得的利息、股息、红利所得，需按比例缴纳个人所得税。对于所送红股，则依然按相关比例税率缴纳个人所得税，以派发红股的股票票面金额为收入额计征。以资本公积金转增的股本，则不征个人所得税。2012 年 11 月国务院批准实施差异化股息红利税新政，新政策规定，自 2013 年 1 月 1 日起对个人从公开发行和转让市场取得的上市公司股票，股息红利所得按持股时间长短实行差别化个人所得税政策。持股超过 1 年的，税负为 5%；持股 1 个月至 1 年的，税负为 10%；持股 1 个月以内的，税负为 20%。个人投资者持股时间越长，税负越低，以鼓励长期投资，抑制短期炒作，促进我国资本市场长期健康发展。

（3）股票分割，又称股票拆细，是将原有的大面额股票细分为小面额股票。股票分割的结果只是增加股份公司的股份总数，而资本额并不发生变化。股票分割的目的在于降低股票价格，便于小投资者购买，以利于扩大股票发行量和增强流动性，是无偿发行的一种特殊形式。

（4）债券股票化是一种将股份公司已发行的债券转化为股票的形式。债券股票化可以使股份资本增加，却不能使实际资产增加。

3. 有偿无偿混合增资发行

这是指公司对原股东发行新股票时，按一定比例同时进行有偿无偿增资。在这种增资方式下，公司对增发的新股票一部分由公司的公积金转增资，这部分增资是无偿的；一部分由原股东以现金认购，这部分增资是有偿的，增资分配按原股东的持股比例进行。这种方式一方面可促使股东认购新股，迅速完成增资计划，另一方面也是对原有股东的优惠，使他们对公司的前途充满信心。

三、股票发行方式

（一）按发行对象分类：公开发行与内部发行

公开发行又称公募发行（Public Issue），是指发行人向不特定的社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会公众和法人公开发售股票，同时也可在规定比例内，向公司内部职工发售。按现行规定，只有社会募集公司的股票可向社会公开发行，且公司向社会公开发行的股票应占总股份额的25%以上，公司内部职工购买部分不得超过向社会公开发行股票总额的10%。

内部发行又称私募发行，是指以特定少数投资者为对象的发行。私募发行的对象有两类，一类是公司的老股东或公司的员工，一类是投资基金、社会保险基金、保险公司、商业银行等金融机构以及与发行人有密切往来关系的企业等机构投资者。私募发行有确定的投资者，发行手续简单，可以节省发行时间和发行费用。其不足之处是投资者数量有限，证券流通性较差，而且不利于提高发行人的社会信誉。

公募发行和私募发行各有优劣。公募发行是证券发行中最常见、最基本的发行方式，适合于证券发行数量多、筹资额大、准备申请证券上市的发行人。然而，在成熟的证券市场中，随着投资基金、养老基金、保险公司等机构投资者的增加，私募发行也呈逐年增长的趋势。

（二）按有无发行中介分类：直接发行与间接发行

直接发行（Direct Issue）是指由发行公司自己办理公司股票的发行业务。采取股票直接发行方式，发行公司可直接控制股票发行过程，也可降低发行费用，但由于发行准备工作时间较长，发行公司对股票市场信息掌握不足，加之推销能力有限，一般股票发行时间较长。

间接发行（Indirect Issue）又称代销型发行，是指发行公司委托投资银行、证券公司等证券中介机构代为向广大投资者发售证券。一般来说，新建公司初次公开发行证券都要委托证券中介机构进行承销。由于中介机构熟知股市状况，又有极强的推销能力，故股票发行时间较短，尤其是在包销条件下，不管中介机构是否已将股票发售完毕，均应在规定的承销期限内向发行公司支付股款。这样，可使发行公司能够尽快地筹足资本金，且不承担股票发行风险。承销方式主要有代销、包销两种类型

四、股票发行价格

（一）股票发行价格的种类

股票发行价格是指股份公司在发行新股时所确定和使用的价格。股票发行价格是股票发行中最重要的内容，股票发行价格确定的合适与否

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

直接关系到股票销售的成败。一般而言，股票的发行价格有如下几种：

1. 平价发行。平价发行又称面值发行或等价发行，指股票的发行价格与面额的价格相等。例如，股票面额为 1 元，则发行价格也为 1 元。这种发行价格一般不能被实力雄厚的公司采用，因为这样会减少公司的资本收益。但是按这种价格发行，对发行工作来说会顺利得多。一般在新公司成立时或向老股东配股时采用这种方法。

2. 溢价发行。股票以高于其票面金额的价格在发行市场上销售称为溢价发行，二者的差价称为溢价，溢价带来的收益计入资本公积。股票首次发行时，根据公司的实际情况一般有平价发行和溢价发行两种。但在发行增资股票时，一般根据公司原发行股票内在价值的增值，考虑溢价发行。溢价发行股票应考虑的主要因素有：当前股市总水平；本公司实际盈利能力；每股资产净值；类似公司股价水平；大众承受心理等。溢价发行是成熟市场的最基本、最常用的方式。

3. 时价发行。时价发行是指发行价格以股票在流通市场上的价格为基准来确定，因为股票的时价要高于股票的面额价格。时价发行在股票实行公开招股和配股给第三者时都予以采用，一般有两种情况：一是按超过面值的价格发行面额股票；二是按时价发行无面额股票。时价发行时的具体价格，一般会低于市场价格的 5% ~10% 左右。

股票溢价发行与时价发行的主要区别在于：前者注重考虑资产增值；后者既考虑资产增值，又考虑该股票在流通市场上的价格。

4. 折价发行。折价发行是以低于面值的价格发行，这个折扣打多少，由发行公司与承销商双方协商。发行公司声誉高、业绩好的，打折自然小些；如果发行公司的业绩一般，或是一个新成立的公司，这个折扣就要打得大一些。世界上很多国家法律不允许股票按折价发行。我国公司法规定，“股票发行价格可以按票面金额，也可以超过票面金额，但不得低于票面金额”。

5. 中间价发行。所谓按中间价格发行，即以时价和股票面值确定发行价格，分两种情况：一是介于时价和面值中间，但接近时价为发行价格；二是介于时价和面值中间，但接近于面值并加些微溢价增益为发行价格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（二）影响确定发行价格的因素

1. 经营业绩。公司的经营业绩特别是税后利润水平直接反映了一个公司的经营能力和上市时的价值，每股税后利润的高低直接关系着股票发行价格。

2. 净资产。净资产评估机构评估确认的每股净资产是定价的重要参考。

3. 发展潜力。公司经营的增长率（特别是盈利的增长率）和盈利预测是关系股票发行价格的又一重要因素。在总股本和税后利润量既定的前提下，公司的发展潜力越大，未来盈利趋势越确定，市场所接受的发行市盈率也就越高，发行价格也就越高。

4. 发行数量。不考虑资金需求量，单从发行数量上考虑，若本次股票发行的数量较大，为了能保证销售期内顺利地将股票全部出售，取得预定金额的资金，价格应适当定得低一些；若发行量小，考虑到供求关系，价格可定得高一些。

5. 行业特点。发行公司所处行业的发展前景会影响到公众对本公司发展前景的预期，同行业已经上市企业的股票价格水平，剔除不可比因素以后，也可以客观地反映本公司与其他公司相比的优劣程度。如果本公司各方面均优于已经上市的同行业公司，则发行价格可定高一些；反之，则应低一些。此外，不同行业的不同特点也是决定股票发行价格的因素。

6. 股市状态。二级市场的股票价格水平直接关系到一级市场的发行价格。在制定发行价格时，要考虑到二级市场股票价格水平在发行期内的变动情况。若股市处于“熊市”，定价太高则无人问津，使股票销售困难，因此，要定得低一些；若股市处于“牛市”，价格太低会使发行公司受损，股票发行后易出现投机现象，因此，可以定得高一些。同时，发行价格的确定要给二级市场的运作留有适当的余地，以免股票上市后在二级市场上的定位发生困难，影响公司的声誉。

（三）股票发行定价方式

股票发行的定价方式是指决定股票发行价格的制度安排，主要有议价法、拟价法、竞价法、定价法等。我国股票发行定价的方式有以下几种：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 协商定价。在溢价发行情况下，发行人和主承销商协商议定承销价格和公开的发行价格，并报证券监管部门批准，承销价格与发行价格之差额即为承销商的报酬；也可以仅协商议定公开发行价格并报证券监管部门批准，承销商按发行总额的一定比例收取承销费用。

2. 一般询价方式。在对一般投资者网上发行和对机构投资者配售相结合的发行方式下，发行人和主承销商事先确定发行量和发行底价，通过向机构投资者询价，并根据机构投资者的预约申购情况确定最终发行价格，以同一价格向机构投资者配售和对一般公众投资者网上发行。

3. 累计投标询价方式。这是一种根据不同价格下投资者的认购意愿确定发行价格的一种定价方式。具体做法是主承销商确定并公布发行价格区间，投资者在此区间内按照不同的发行价格申报认购数量。通过累计计算，主承销商得出不同价格的累积申购量，并根据超额认购倍数确定发行价格。

4. 网上竞价方式。这是指利用证券交易所的交易系统，主承销商作为新股发行的唯一卖方，以发行人宣布的发行底价为最低价格，以新股发行量为总的卖出数，由投资者在指定的时间内竞价委托申购，发行人和主承销商以价格优先的原则，将投资者的认购委托由高价位向低价位排队，并由高价位到低价值累计有效认购数量，当累计数量恰好达到或超过本次发行数量的价格，即为本次股票发行的价格。如果在发行底价上仍不能满足本次发行股票的数量，则底价为发行价。我国只有少数股票以网上竞价方式进行过试点。

（四）股票发行定价方法

无论采取哪种定价方式，发行人和主承销商都要事先商定发行价格区间。这一发行底价或价格区间可以通过一定的方法估算。

1. 市盈率法。市盈率又称本益比（Price To Earnings，P/E），是指股票二级市场价格与每股盈利的比率。其计算公式为：

市盈率=股票每股市价/每股盈利

通过市盈率法确定股票发行价格，首先应根据注册会计师审核后的盈利预测计算出发行人的每股收益；然后可根据二级市场的平均市盈率、发行人的行业情况（同行业公司股票的市盈率）、发行人的经营状况及其成长性等拟定发行市盈率；最后依发行市盈率与每股收益之乘积

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

决定发行价格。

按市盈率法确定发行价格的计算公式为：

发行价格＝每股盈利×发行市盈率

确定每股盈利有两种方法：一种为完全摊薄法，即用发行当年预测全部税后利润除以总股本，直接得出每股税后利润；另一种是加权平均法。不同的方法得到不同的发行价格，每股税后利润确定采用加权平均法较为合理。因股票发行的时间不同，资金实际到位的先后对企业效益影响较大，同时投资者在购股后才应享受应有的权益。

加权平均法计算公式为：

$$股票发行价格=\frac{发行当年预测利润}{发行当年加权平均股本数}\times 市盈率$$

2. 市净率法。市净率法又称净资产倍率法（Price to Bookvalue Ratio，P/B），指首先通过资产评估（物业评估）和相关会计手段确定发行人拟募股资产的每股净资产值；然后根据证券市场的状况、发行人的经营情况等拟定发行市净率；最后，将每股净资产值乘以市净率，以此确定股票发行价格的方法。其公式是：

市净率＝股票市场价格/每股净资产

发行价格＝每股净资产值×市净率

净资产倍率法在国外常用于房地产公司或资产现值要重于商业利益的公司的股票发行，但在国内一直未采用。以此种方式确定每股发行价格不仅应考虑公平市值，还须考虑市场所能接受的溢价倍数。

3. 现金流量折现法。现金流量折现法通过预测公司未来盈利能力，据此计算出公司净现值，并按一定的折扣率折算，从而确定股票发行价格。该方法首先是用市场接受的会计手段预测公司每个项目未来若干年内每年的净现金流量，再按照市场公允的折现率，分别计算出每个项目未来的净现金流量的净现值。公司的净现值除以公司股份数，即为每股净现值。由于未来收益存在不确定性，发行价格通常要对上述每股净现值折让20%～30%。

国际主要股票市场对新上市公路、港口、桥梁、电厂等基建公司股票的估值和发行定价一般采用现金流量折现法。这类公司的特点是前期投资大，初期回报不高，上市时的利润一般偏低，如果采用市盈率法发行定价则会低估其真实价值，而对公司未来收益（现金流量）的分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和预测能比较准确地反映公司的整体和长远价值。用现金流量折现法定价的公司，其市盈率往往远高于市场平均水平，但这类公司发行上市时套算出来的市盈率与一般公司发行的市盈率之间不具可比性。

五、证券发行制度

世界各国的证券发行制度可以概括为注册制和核准制两类。

1. 注册制。注册制（Registering System）是指以美国联邦证券法为代表的一种证券发行审核方式，实质上是一种发行公司的财务公开制度。它要求发行人必须将证券发行本身以及与证券发行有关的一切信息准确地向证券主管机关呈报并申请注册。发行人不仅要完全公开一切信息，不得有重大遗漏，并且要对所提供信息的完整性、真实性、可靠性承担法律责任。证券主管机关的职责是依据信息公开原则，对申报文件的全面性、准确性、真实性和及时性作形式审查。至于发行人的营业性质，发行人的财力、素质及发展前景，发行数量与价格等实质条件均不作为发行审核要件。证券主管机关无权对证券发行行为及证券本身做出价值判断，发行人的申报文件提交后，在规定的法定期间内未被证券监管机关拒绝注册，申请即自动生效，就可以发行证券。在注册制下，发行人的发行权无须国家授予。

注册制为投资者创造了一个高度透明的市场和公平竞争的环境。但由于它的前提是信息充分披露，投资者能够根据所获得的信息做出理性投资决策。因此，较适用于历史悠久、市场发育成熟的国家。

2. 核准制。核准制（Authorizing System）是指以欧洲各国公司法为代表的一种证券发行审核方式，实行实质管理原则。在核准制下，发行人不仅要公开披露与发行证券有关的信息，符合有关法律和证券管理机关规定的条件，而且还必须将发行申请报请证券监管机构决定。证券监管机构除了进行注册制所要求的形式审查外，还要对发行人的盈利能力、公司治理水平、发展前景、发行数量与价格等条件进行实质审核，并由此做出发行人是否符合发行实质条件的价值判断，证券监管机构有权否决不符合规定条件的股票的发行申请。在核准制下，发行人的发行权由审核机构以法定方式授予。实行核准制的目的在于，尽管理部门所能保证发行的证券符合公共利益和社会安定的需要。相比较而言，注册制适用于发达证券市场，而核准制则较为适用于证券市场发展历史不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长、投资者素质不高的国家和地区。

3. 我国的证券发行制度。2001 年 3 月 17 日，我国证券发行核准制正式启动。在我国，证券发行审核制是指证券发行人提出发行申请，保荐机构（主承销商）向中国证监会推荐，中国证监会进行合规性初审后，提交发行审核委员会审核，最终经中国证监会核准后发行。

六、股票发行程序

世界各国对股票发行都有严格的法律程序。由于股票发行目的、发行方式不同，其发行程序也有所差异。一般可分为首次公募发行的程序和增发股票的程序。

（一）首次公募发行的程序

公司决定公募发行股票的意愿后，一般要经过以下几个阶段才能发行成功：

1. 准备阶段。发行公司董事会拟定了资金使用计划和新股发行计划后，需要聘请一家证券承销商负责本公司此次发行事宜，并由承销商负责组织一个包括律师、会计师、资产评估师等组成的专家小组，负责对发行公司的尽职调查和发行前的准备工作。准备工作主要包括：①对发行公司进行改造，重组整合成适于公开发行及随后上市的公司。②对发行公司进行财产重估和资信评审。③编制招股说明书。

2. 申请阶段。主承销商会同发行公司将申请书、招股说明书、承销协议等申请文件送交证券管理机关，申请公开招股。

3. 证券发行的审批阶段。有关证券管理部门接获发行人的申报后，即进入审查批复阶段，经过对申报资料的审核，有关部门会出具书面反馈意见，发行人和中介机构须按照反馈意见修改和补充资料。对于股票发行，在中国一般要经过两级审查，中国证监会发行部初审和发行审核委员会复审，通过后即可公开发行证券。

4. 预披露及推介（促销）阶段。发行人申请文件被受理后到发行申请被批准或注册生效期间，发行公司与主承销商可以推介或促销拟发行的证券，包括提前通知市场有关新股发行情况，大致确定目标投资群体，通过巡回展示或其他推介形式创造对新股的需求，引起投资者的购买兴趣。

5. 发售阶段。在注册期满或申请被批准后，发行公司须提交并公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

开招股说明书的最后文本，同时要与主承销商正式签署承销协议，并由主承销商负责组织承销团。承销团成立后，便可以在公开发行日向投资者发售了。股票全部发售完毕，主承销商负责公布认购结果并将所筹资金转交发行公司，办理股份登记。如果发行公司想成为上市公司，主承销商还要负责上市事宜及上市后的市场维持。

股票二级市场配售和网上公开发行的流程，参见表 7-1。

表 7-1 股票二级市场配售和网上公开发行的流程

日期	向二级市场投资者配售	网上公开发行
T-2	刊登招股说明书概要、交易所计算市值	
T-1	刊登发行公告	
T	投资者自主申购，无需缴款；交易所确认有效申购，配号	投资者申购，预先缴款
T+1	公布配号结果，摇号抽签	资金冻结
T+2	公布中签结果	验资，确认有效申购，配号
T+3	收缴股款	公布中签率，组织摇号抽签
T+4	清算、登记、划款	公布中签号，未中签部分资金解冻
T+4 日后	依据承销协议，主承销商将募集资金扣除承销费用后划入发行人指定的银行账户	依据承销协议，主承销商将募集资金扣除承销费用后划入发行人指定的银行账户

股票发行程序中的路演与绿鞋期权。

（1）路演。路演（Road Show）也有人译做“路游”，是指股票承销商帮助发行人安排的发行前的调研活动。一般来说，承销商先选择一些可能销出股票的地点，并选择一些可能的投资者，主要是机构投资者，然后带领发行人逐个地点去召开会议，介绍发行人的情况，了解投资人的投资意向。大多数情况下，一些基金经理人会作为机构投资者参加这一活动。另外，会计师和投资顾问有时也参加这一活动。承销商和发行人通过路演，可以比较客观地决定发行量、发行价格以及发行时机等。

路演是决定股票首次公开发行成功与否的重要步骤，成功的路演可以达到三个目的：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

①通过路演让投资者进一步了解发行人。在大约两周的时间内，发行人、高层管理人员会同主承销商前往各主要金融中心城市，拜访潜在的投资者，使投资者有机会通过路演了解发行人的管理工作，并向发行人提出质询。

②增强投资者信心，创造对新股的市场需求。尽管多数国家的证券监管机构禁止发行人在路演时发送除了初步招股说明书之外的任何书面材料和进行盈利预测，但是路演还是给发行人提供了一个展示公司管理层风貌、公司素质和陈述公司长期商业计划的机会。由于路演是发行人积极推销的唯一机会，很多机构投资者和个人投资者就会在路演演说陈述中形成对发行公司管理层的看法，进而做出买或不买股票的决定，因此，成功的路演可以创造新股的市场需求。

③从投资者的反应中获得有用的信息。发行人可以从路演中了解到投资者对此次发行的反应，从而客观地决定发行量、发行价格及发行时机等。

（2）绿鞋期权。绿鞋期权（Green Shoe Option）在我国又称超额配售选择权，是一种包销商在获得发行人的许可下，可以超额配售股份的发行方式。其意图在于增发股票满足更多需求，或购回股票稳定价格。当发行股票时，包销商与发行人达成协议，允许包销商在既定的股票发行规模基础上，视市场具体情况，使用发行人所授予的股份超额配售权，一般为初始发行规模的 5% ~15% 。例如，工商银行 2006 年发行新股时规定 A 股的“绿鞋”规模为不超过初始发行规模的 15% ，即不超过 19.5 亿股。一般来说，超额配售所募集的资金不马上转给发行公司，暂时存放在包销商的账户上。因为包销商一旦使用这种超额配售权，就处于卖空位置，一旦股票上市后股价跌破发行价，包销商就可以利用超额配售所得的这部分资金，以不高于发行价的价格在二级市场上收购抛售其股票，从而达到稳定股价的目的。如果这种超额配售未得到发行人的许可，就被称为“光脚鞋”（Bare Shoe），一旦股票上市后股价上涨，包销商就必须以高于发行价的价格，购回其所超额配售的股份，从而遭受经济损失。发行人的许可使得包销商超额配售的股份有了来源保证，不必花高价去市场购买，只需发行人按发行价多增发相应数量的股份给包销商即可，包销商还可为发行公司多募集一些资金。“光

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

脚鞋”常被包销商与“绿鞋”合用，以增大卖空空间和市场支撑能力。

绿鞋期权的名称来源于最初采用这种发行方式的公司名称。1963年，佩思·韦伯公司为绿鞋公司发行股票时第一次采用了这种期权。中国证监会于2001年9月3日公布《超额配售选择权试点意见》，标志着绿鞋期权在我国开始试行。2006年9月17日中国证监会公布《证券发行与承销管理办法》，其中规定，首次公开发行股票数量在4亿股以上的，发行人及其主承销商可以在发行方案中采用超额配售选择权。超额配售选择权的实施应当遵守中国证监会、证券交易所和证券登记结算机构的规定。

（二）增发股票的程序

增发股票主要是向原股东配股，大致程序如下：①制订新股发行计划，召开董事会形成增资配股决议，并经股东大会讨论通过。②公告配股日期，停止公司股东名册记载事项的变更。③提出增资配股申请文件。④向股东发送配股通知书、认购申请书、配股说明书。⑤办理配股认购申请事务。⑥确定或处理配股权或转配事宜。⑦股东支付配股认购款。⑧交付股票，发行公司办理股份变更登记。

七、我国股票发行条件

（一）首次公开发行股票的发行人条件

首次公开发行股票的发行人，在主板市场、中小板市场以及创业板市场的股票发行条件，参见表7-2。

表7-2 我国主板市场、中小板市场以及创业板市场的股票发行条件

条件		主板、中小板市场	创业板市场
主体资格	公司类型	依法设立且合法存续的股份有限公司	依法设立且合法存续的股份有限公司
	经营年限	持续经营时间应当在3年以上（有限公司按原账面净资产值折股整体变更为股份公司可连续计算）	持续经营时间应当在3年以上（有限公司按原账面净资产值折股整体变更为股份公司可连续计算）
	高级管理人员、董事	最近3年内没有发生重大变化	最近2年内未发生重大变化
	实际控制人	最近3年内未发生变更	最近2年内未发生变更
	主营业务	最近3年内主营业务没有发生重大变化	发行人应当主营业务突出。同时，要求募集资金只能用于发展主营业务

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

条　件		主板、中小板市场	创业板市场
财务与会计	盈利要求	(1) 最近3个会计年度净利润均为正数且累计超过人民币3 000万元，净利润以扣除非经常性损益前后较低者为计算依据 (2) 最近3个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计超过人民币5 000万元；或者最近3个会计年度营业收入累计超过人民币3亿元 (3) 最近一期不存在未弥补亏损	发行人应具备一定的盈利能力。为适应不同类型企业的融资需要，对发行人设置了两套业绩指标（符合其中一条即可）： 第一套标准为，最近2年连续盈利，最近两年净利润累计不少于1 000万元，且持续增长； 第二套标准为，最近1年盈利，且净利润不少于500万元，最近1年营业收入不少于5 000万元，最近2年营业收入增长率均不低于30%。净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据
	资产要求	最近一期末无形资产（扣除土地使用权、水面养殖权和采矿权等后）占净资产的比例不高于20%	最近一期末净资产不少于2 000万元
	股本要求	发行前股本总额不少于人民币3 000万元	企业发行后的股本总额不少于3 000万元
独立性		发行人应当具有完整的业务体系和直接面向市场独立经营的能力； 发行人的资产完整，人员独立，财务独立	发行人应当具有完整的业务体系和直接面向市场独立经营的能力； 发行人的资产完整，人员独立，财务独立
规范运行		发行人已经依法建立健全股东大会、董事会、监事会、独立董事、董事会秘书制度，相关机构和人员能够依法履行职责	对发行人的公司治理提出从严要求。要求董事会下设审计委员会，强化独立董事职责，并明确控股股东责任
成长性与创新能力		无	发行人具有较高的成长性，具有一定的自主创新能力，在科技创新、制度创新、管理创新等方面具有较强的竞争优势；符合“两高”、“五新”标准，即高科技、高增长，新经济、新服务、新能源、新材料、新农业
募集资金用途		应当有明确的使用方向，原则上用于主营业务	应当具有明确的用途，且只能用于主营业务

（备注：主板市场、中小板市场以及创业板市场的含义将在交易市场进行阐述）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发行申请核准后，发行人应该在6个月内发行股票，如果超过6个月未发行股票，核准文件失效，发行人须重新核准后方可发行股票。

（二）上市公司公开发行证券的条件

1. 增发股票的一般条件

上市公司增发股票的一般条件是指上市公司采用不同方式增发股票时都应当具备的条件，包括：组织机构健全、运行良好；上市公司盈利能力具有可持续性；上市公司的财务状况良好；上市公司财务会计文件无虚假记载、不存在重大违法行为；上市公司募集资金的数额和使用符合规定；上市公司不存在严重损害投资者合法权益和社会公共利益的违法行为。

2. 向原股东配售股份的条件

除一般性规定的条件以外，还有以下条件：

（1）拟配售股份数量不超过本次配售股份前股本总额的30%。

（2）控股股东应当在股东大会召开前公开承诺认配股份的数量。

（3）采用代销方式发行。控股股东不履行认配股份的承诺，或者代销期限届满，原股东认购股票的数量未达到拟配售数量70%的，发行人应当按照发行价并加算银行同期存款利息返还已经认购的股东。

3. 向不特定对象公开募集股份（增发）的条件

除一般性规定的条件以外，还有以下条件：

（1）最近3个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于6%，“扣除非经常性损益后的净利润与扣除前的净利润相比以低者为计算依据”。

（2）除金融类企业外，最近一期期末不存在持有金额较大的交易性金融资产和可供出售的金融资产、借予他人款项、委托理财等财务性投资的情形。

（3）发行价格应不低于公告招股意向书前20个交易日公司股票均价或前一个交易日的均价。

4. 非公开发行股票的条件

所谓非公开发行股票，是指上市公司采用非公开方式，向特定对象发行股票的行为。非公开发行股票的特定对象应当符合股东大会决议规

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定的条件，其发行对象不超过10名。发行对象为境外战略投资者的，应当经国务院相关部门事先批准。上市公司非公开发行股票，除一般性规定的条件以外，还应当符合下列规定：

（1）发行价格不低于定价基准日前20个交易日公司股票均价的90%。

（2）本次发行的股份自发行结束之日起，12个月内不得转让；控股股东、实际控制人及其控制的企业认购的股份，36个月内不得转让。

（3）募集资金使用符合有关规定。

（4）本次发行将导致上市公司控制权发生变化的，还应当符合中国证监会的其他规定。

第二节　债券发行市场

一、债券的发行主体及目的

债券发行是将债券由发行者手中转移到投资者手中的过程。债券的发行主体主要是债券的发行者，包括政府、金融机构、股份公司、企业等。

1. 政府。政府根据信用原则，为了达到特定的目的，也经常采取债券的形式筹措资金。政府又分为中央政府和地方政府，中央政府为了弥补国库暂时性资金不足，可发行短期国家债券，即国库券；为了某种特定目的也可发行中、长期国家债券，即公债券，其发行范围可在国内以本币发行，还可以在国外以外币币种发行。地方政府为了发展地区经济（如建设某个大型项目、修建基础设施等），也采用举债的形式，发行地方政府债券，简称地方债券。

2. 金融机构。金融机构主要包括银行及非银行性质的金融机构（如信托投资公司、证券公司等）发行的债券，目的主要是为了筹集信贷资金。在英美等欧美国家，金融机构发行的债券归类于公司债券，在我国及日本等国家，金融机构发行的债券称为金融债券。

3. 股份公司。股份公司为了增加资金，经董事会决定后，可申请发行债券。这种方式不仅比增发新股简单，而且也比较灵活。

4. 企业。企业在具备发行资格的条件下，可以作为发行者，通过发行债券筹集资金，它是企业最直接、有效的资金来源之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、债券的发行条件

确定发行条件是发行债券过程中一项至关重要的工作。合理确定债券的发行条件，对发行者来说直接关系到筹资成本的高低，对投资者来说是做出投资判断的基本依据。只有制定出合理的发行条件，才能保证债券发行的成功。发行条件主要是由发行额、票面金额、票面利率、债券的期限、发行价格、债券的偿还方式、债券的发行担保、债券的税收效应等内容构成。

（一）发行额

发行额是一次发行债券所筹集的资金总额。它是根据发行者资金的数量、发行者的信誉、债券的种类以及市场的承受能力因素决定的。从发行者的角度看，在债券总金额相等的条件下，一次发行比分次发行节省时间和费用，但一次发行债券在一些国家受到法定最高限额的限制；并且发行额定得过高时，会造成销售困难，以至影响发行者的信誉，对债券发行后的转让价也会产生不良的影响。一般来说，发行者首次发行债券，发行额可定低一些，保证发行成功，以后再根据需要发行债券时，便可参照首次发行的情况，确定出有把握的发行额。

（二）票面金额

票面金额是债券券面所表示的金额。债券票面金额的确定要考虑两个因素：一是认购者的购买能力。用公募方式向社会公众发行债券时，若票面金额定得过高，就会把小投资者拒之门外；用私募方式向法人投资者发行债券时，则可考虑适当提高票面金额。二是成本测算。如果票面金额定得过低，就会增多债券数量，不仅增加印刷成本，还会使发行工作复杂化。综合上述两种因素。一般采取多票面金额的方式比较理想。

（三）票面利率

票面利率又称名义利率，是债券票面所载明的利率。它反映的是债券券面上的固定利息和券面金额的比率，是固定不变的。例如，某种债券票面利率 10%，即表示每认购 100 元债券，每年可得到 10 元利息。通常，在确定债券票面利率时，既要考虑到发行单位的承受能力，又要考虑到对投资者是否有吸引力，具体包括以下几个方面：

1. 银行同期存款利率水平和期限的长短。银行存款和债券投资是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资金运用的两种不同方式，投资者要对这两种方式的收益性和风险性进行比较，选择最佳的投资对象。通常来说，债券的风险略高于银行存款，票面利率也应略高于银行存款利率。同时，期限长的债券票面利率高些，期限短的债券票面利率则低些。

2. 其他债券的利率水平。债券的种类很多，各种债券由于信用程度不同，利率有一定差别。信用级别高的债券可以相应降低票面利率，信用级别低的债券则要相应提高票面利率。发行者应在考虑自己信用程度的基础上，确定相应的票面利率。

3. 发行者的承受能力。发行者应在正确估价自己的承受能力的基础上确定票面利率。否则，盲目地将票面利率定得过高，发行时可吸引投资者，其结果轻者会给发行者带来沉重的利息负担，重者不能按期偿还本金，给以后的债券发行工作带来严重的不利影响。

（四）债券的期限

债券的期限是指从债券发行日起到偿清本息日止这段时间。它是由发行人使用资金的周转期、市场利率的发展趋势、流通市场的发达程度以及投资人的投资意向等因素决定的。

发行人在确定债券的期限时，主要应考虑以下因素：

1. 要考虑自己使用资金的周转期，发行不同期的债券主要是为了满足不同的特定的资金需求，使债券的期限与资金的周转期相适应。

2. 要考虑未来市场利率的发展趋势，以避免利率风险，减少市场利率上升所引起的筹资成本的上升。

3. 要考虑流通市场的发达程度，如果流通市场发达，投资人就敢于购买长期债券，因为债券可以随时变现；反之，投资者存在后顾之忧，长期债券就难以销售。

4. 要考虑发行者的信用度，一般来说，知名度高、信用度好的大企业，即使发行期限较长的债券，也容易推销；相反，信用差的公司，要想将债券顺利推销出去，应尽量发行期限较短的债券。

另外，投资人的投资意向、心理状况以及市场上其他债券的期限构成，也是发行人确定债券期限的因素之一。

（五）发行价格

发行价格是债券从发行者手中转移到初始投资者手中的价格。债券

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的发行价格相对票面金额而言有三种：一种是以券面金额发行，称平价发行，一般是在债券票面利率与市场利率相同情况下采用；第二种是以高于券面金额的价格发行，称溢价发行，一般是在债券票面利率高于市场利率的情况下采用；第三种是以低于券面金额的价格发行，称折价发行或贴水发行，一般是在债券票面利率低于市场利率的情况下采用。一般来说，发行价格可以与利率相互配合来调整债券购买者的实际收益率，使之与实际利率保持一致。如果在市场利率水平有较大幅度浮动时，可以调整债券的票面利率，也可微调发行价格与之相适应。

（六）债券的偿还方式

债券一般是按照发行时约定的期限到期偿还的，但也有部分债券在发行时就规定一定的偿还方式。偿还方式包括到期偿还、期中偿还和展期偿还，期中偿还又有全额偿还和部分偿还等方式。债券的偿还方式直接影响发行人的筹资成本和投资者的投资收益以及双方的风险，也是发行人需要考虑的条件之一。

（七）债券的发行担保

有无发行担保是债券发行的条件之一。由信誉卓著的第三方担保或用发行人的财产作抵押担保，可提高债券的安全性、降低筹资成本。通常，政府和大金融机构发行的债券无须担保。

（八）债券的税收效应

债券的税收效应主要是指对债券的收益是否征税。涉及债券收益的税收有收入所得税和资本收益税。收入所得税也称利息预扣税，在发行人向债券持有人支付利息时预先扣除债券持有人应向政府部门缴纳的税款并集中上缴当地税务部门。资本收益税是政府对证券投资的资本利得收入征收的税收。资本利得收入是指债券的卖出价与买入价之差额或债券到期的偿还金额与买入价的差额。针对债券投资所开征的税种及税率由各国的税务部门决定，但因投资者关注的是债券投资收益在扣除税款后的净额，所以税收效应也是债券发行人需要考虑的条件之一。

总之，在确定发行条件时，要将上述因素综合起来考虑，经多方面权衡后方可决定。通常先定利率和期限，因为它们最明显地反映着投资者的获利大小和贷出资金的时间长短，再根据市场利率确定发行价格。而投资者在进行债券投资时，除了看发行条件外，还要考虑发行者的信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用度，所以一般都对发行者定有不同的发行等级，级别越低的发行者越需要以较高的发行条件来发行。

三、债券的发行方式

（一）定向发行

定向发行又称私募发行、私下发行，即面向少数特定投资者发行。一般由债券发行人与某些机构投资者，如商业银行、证券投资基金、保险公司、信托投资公司等金融机构以及养老保险基金、各类社会保障基金、社会捐赠基金等特定机构直接洽谈发行条件和其他具体发行债券的方式，属于直接发行。我国的国家重点建设债券、财政国债、特种国债等国债均采取定向发行方式。

（二）承购包销

它是指发行人与由商业银行、证券公司等大金融机构组成的承销团通过协商条件签订承购包销合同，由承销团分销拟发行债券的发行方式。有的国家建立国债一级自营商制度，具备一定资格条件，经批准的国债一级自营商，有责任包销每次国债发行量的一定比例，再通过各自的市场销售网络开展分销与零售业务。以公募方式发行的公司债券，一般也采取承购包销方式。

对于事先已确定发行条件的国债，我国仍采用承购包销方式，目前主要运用于不可上市流通的凭证式国债的发行，主要由商业银行承销并利用银行营业网点分销。

（三）招标发行

它是指通过招标方式确定债券承销商和发行条件的发行方式。通过投标人的直接竞价来确定发行价格（或利率）水平，发行人将投标人的标价，自高价向低价排列，或自低利率向高利率排列，发行人从高价（或低利率）选起，直到达到需要发行的数额为止。因此，所确定的价格恰好是供求决定的市场价格。

招标发行根据标的物的不同，可分为价格招标、收益率招标和缴款期招标三种形式。根据中标规则不同，可分为荷兰式招标（单一价格招标）和美国式招标（多种价格招标）。

1. 价格招标。它主要用于贴现债券的发行。根据中标规则的不同，又可分为荷兰式招标和美国式招标两种。荷兰式招标是指按招标人所报

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买价从高向低的顺序中标，直至满足预定发行额为止，中标人以所有中标价格中的最低价格认购中标的债券数额。美国式招标的过程与荷兰式的相似，但是投标人在中标后，分别以各自出价来认购债券。

【例】当面值为100元、总额为200亿元的贴现国债招标发行时，若有A、B、C三个投标人，他们的出价和申报额如表7-3所示，那么，A、B、C三者的中标额分别为90亿元、60亿元和50亿元。在荷兰式招标规则下，中标价都是75元；而在美国式招标规则下，中标价分别是自己的投标价85元、80元和75元。

表7-3　　荷兰式招标与美国式招标中标价的比较

投标人	A	B	C
投标价（元）	85	80	75
投标额（亿元）	90	60	100
中标额（亿元）	90	60	50
荷兰式招标中标价（元）	75	75	75
美国式招标中标价（元）	85	80	75

由此可见，二者的区别是，荷兰式招标是所有中标人以“单一价格”认购，美国式招标是中标人以“多种价格”认购。我国目前短期贴现国债主要运用荷兰式价格招标方式予以发行。

2. 收益率招标。它主要用于附息债券的发行，同样可以分为荷兰式招标和美国式招标两种形式，原理与价格招标相似。债券的票面利率由投资者以招标方式进行竞争，按照投标人所报的收益率由低到高依次中标，直到满足预定发行额为止。荷兰式招标的中标人以所有中标收益率中的最高收益率认购中标额，美国式招标则以中标人各自报出的收益率认购中标额，并均以各中标人投标收益率的加权平均值作为债券的票面利率。

3. 缴款期招标。它是指在债券的票面利率和发行价格已经确定的条件下，按照承销机构向财政部缴款的先后顺序获得中标权利，直至满足预定发行额为止。根据中标规则不同，也可分为荷兰式招标和美国式招标，前者是各中标商均以单一的最迟缴款日期为中标缴款期，后者是各中标商以各自投标的缴款期为中标缴款期。这一招标形式是我国的创

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新，曾在国债发行中运用。

我国记账式国债发行以招标方式为主，既有荷兰式招标，也有美国式招标，招标标的为利率、利差和价格，国债承购包销团成员有权参加国债的招、投标。

（四）直接发售

发行人通过代销方式在证券公司或银行柜台向投资者直接销售。国外的储蓄债券常采用这种方式。

四、债券的信用评级

对于发行证券的机构进行信用评级具有多重意义，对机构来说，进行信用评级是发行债券的必要前提，是取信投资者、降低发债成本的必要途径；对投资者来说，知道所买入债券的信用等级是其进行投资风险管理的重要环节。

（一）债券信用评级概念

债券信用评级是指债券评级机构对债券发行者的信誉及其所发行的特定债券的质量进行评估的综合表述。从本质上说，信用评级评估和计量了信用风险，即发生不利于债权事件的可能性，它对于债券发行者、投资者和证券交易者都很重要，因为只有通过比较各种债券的级别，才能保证投资和交易的质量，降低投资风险。

世界上最早的债券评级制度诞生于美国，目前世界上最著名、最具权威性的评级机构是美国的穆迪投资者服务公司和标准普尔公司，此外，还有日本公社债研究所、日本投资服务公司、日本评级研究所以及艾克斯特尔统计服务公司等。它们大多是为社会公众所承认的、具有很高声誉的民间债券评级机构。

（二）债券信用级别的划分及含义

国外债券等级的划分，有的是“四类十级制”，即 A、B、C 各分三级，另加 D 级；有的是“三类九级制”，即 A、B、C 各分三级；还有的是“二类六级制”，即 A、B 各分三类。但一般采用“三类九级制”的比较多，我国目前的债券信用评级就采用这种等级划分方法，即将债券的等级划分为：AAA，AA，A，BBB，BB，B，CCC，CC，C。

关于债券等级的划分及其含义，世界各国尚不完全统一。表 7-4 为债券级别划分表，以美国标准普尔公司和穆迪投资者服务公司为例，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说明其等级划分及含义。

表 7-4 债券级别划分表

标准普尔公司	穆迪公司	性质	级别	说 明
AAA	Aaa	投资	最高	信誉最高，债券本息支付无问题
AA	Aa		高	信誉很高，有很强的支付本息的能力
A	A		中上	信誉较高，仍有较强的支付能力，但在经济形势发生逆转时，对市场较为敏感
BBB	Baa		中	有一定信誉，有一定支付能力，但在经济形势发生逆转时，较上述级别更易受影响
BB	Ba	投机	中下	有投机因素，但投机程度较低
B	B		投机	投机的
CCC、CC	Caa			可能不还
C	Ca			不还，但可以收回很少一点
DDD—D	C			不还，不履行债务，无收回的可能

【案例】 鑫龙电器（002298）新股分析询价报告

报告一

报告标题：鑫龙电器（002298）电网建设与铁路电气化推动行业需求，建议询价区间 6.79～8.15 元

投资要点：

公司主营业务为高低压成套开关设备、元器件和自动化产品的生产和销售。主要产品包括 40.5kV 系列开关设备、12kV 系列开关设备、12kV 系列开关、12kV 箱式变电站、低压开关设备、自动化产品、低压元器件等，其中高低压成套开关设备占到了公司收入的近 90%。

公司产品盈利能力强。公司各产品毛利率较高，大部分产品毛利率均在 35% 以上，但是由于低压成套开关设备毛利率较高，且销售额仍占到公司的 40% 左右，因而公司综合毛利率水平与可比行业上市公司龙头企业仍有一定的差距。

公司主要市场在电网和铁路电气化方面，未来仍有较大发展空间。（1）高低

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

压开关行业与配网建设投资相关度较高，而中国的城市配网改造和农村配网建设需求仍较大。（2）2010 年，全国铁路网营业里程由 8.5 万千米调增为 9 万千米以上，客运专线建设规模由 5 000 千米调增为 7 000 千米，复线率、电化率均由 41% 调增为 45% 以上。铁路电气化进程的加快必将带动铁路相关开关及变压器等电气设备需求的增长。

本次公开发行募集资金将投向 3 个项目，主要用于扩大生产能力。募投项目计划增加公司智能化箱式变电站产能 1 000 台，同时新增综合保护装置和永磁真空断路器两个新产品。3 个项目合计投资 1.65 亿元，其中固定资产投资 9 990 万元。

我们预计，公司 2009、2010、2011 年完全摊薄 EPS 分别为 0.32 元、0.41 元和 0.56 元，对照可比上市公司估值水平，给予公司 2009 年 25～30 倍市盈率和 15% 的折价，建议询价区间 6.79～8.15 元。

特别提示：本报告所预测新股定价不是上市首日价格表现，而是在现有市场环境基本保持不变的情况下的合理价格区间。

研究员：矫健　　所属机构：申银万国

报告二

报告标题：鑫龙电器（002298）逐步成长的民营电力设备供应商

公司主要从事高低压成套开关设备、元器件和自动化产品的生产和销售。2009 年上半年，高压成套设备、低压成套设备、元器件和自动化产品的毛利率分别为 30%、25%、40% 和 40%，综合净利润水平约为 7%，公司盈利能力良好。

公司控股股东、实际控制人为束龙胜先生，发行前持有公司 54.53% 股权，发行后仍持有 40.65% 股权。芜湖市建设投资公司、芜湖市鸠江建设投资公司、安徽国有资产运营公司属于国资背景，共持有 22.05% 股权，公司股权结构多元化。

公司所处输配电行业环境趋好，电力投资持续增长，行业长期景气；铁路、轨交投资增加催生输配电设备行业新亮点，输配电设备迎来千载难逢的发展机遇。细分子行业上，开关行业快速增长，高压开关市场份额不断增长。公司过去 3 年营业收入及净利润复合增长率分别超过 25% 和 40%。

尽管输配电行业集中度低，竞争非常激烈，但公司已经形成了独特的竞争优势。定位于高端市场，国家大型项目工程创造销售收入超过 80%；自主研发水平很高，拥有 37 项专利技术和多名杰出研发人才；在铁路和轨交招标中具有先发优势；产品结构趋于优化，高端产品占比稳步上升，持续提升公司盈利水平。

我们假设公司成功发行 2 800 万股，以发行后 11 000 万股本计算，2009 年、2010 年和 2011 年折合每股收益分别为 0.31 元、0.41 元和 0.57 元。考虑公司同行业估值水平以及公司所处行业地位，我们认为公司合理市盈率水平应为 2009 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

25～30 倍 PE，我们认为公司合理股价为 7.75～9.3 元。

研究员：邹慧　　所属机构：东方证券

资料来源：中银万国证券和东方证券新股分析询价报告。作者对原文有所删节。

本章基本概念

发起设立　募集设立　股票增资发行　公开发行　内部发行　直接发行　间接发行　累计投标询价方式　注册制　核准制　价格招标　收益率招标　荷兰式招标　美国式招标　债券信用评级

复习思考题

1. 股票发行的目的是什么？
2. 股票增资发行的主要方式有哪些？
3. 试述股票发行价格的种类及其定价方法。
4. 股票发行价格的确定要考虑哪些因素？
5. 债券招标发行有哪几种方式？
6. 价格招标和收益率招标有什么区别？
7. 荷兰式招标和美国式招标有何不同？
8. 为什么要进行债券评级？其作用是什么？
9. 阅读一家公司招股说明书，通过该说明书你能获得哪些方面的信息？并分析该公司的新股定价是否合理。

学习资料推荐

你可以登录中国证券业监督管理委员会网站了解首次公开发行、配股、非公开发行和增发等相关规定：http：//www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zqqhcp/zqfx/。

你可以登录中国证券业监督管理委员会网站了解公司债券、可转换债券、可分离债券发行相关规定：http：//www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zqqhcp/zqfx/。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章

证券交易市场



公开发行证券的公司必须达到证券交易所的标准才能申请证券上市，上市证券交易是按一定程序进行的，证券交易的方式也是多种多样。本章重点阐述证券上市要求，证券交易所及创业板的功能、本质及交易规则，阐述场外交易市场发展现状、特点及第三市场和第四市场。通过本章学习，使学生掌握证券交易所交易规则与原理，理解交易所的功能与作用，明白设立证券上市标准的意义，知晓证券交易市场发展趋势。

证券交易市场是买卖转让已发行证券的场所，因此它又被称为证券流通市场，包括交易所市场和场外市场两部分。由于它是建立在发行市场基础上的，所以，又被称为二级市场。相比而言，证券交易市场的结构和交易活动比发行市场复杂，其作用和影响也更大。在世界大多数国家，证券交易中股票交易量最大，成交份额也最多，所以，本章的证券交易内容主要以股票交易为主。

第一节　证券的上市与退市

证券的上市是指证券交易所根据一定的条件和标准，批准公开发行的证券在证券交易所作为买卖对象，自由地公开买卖。凡经批准在证券交易所内登记买卖的证券，称为上市证券；发行该证券的公司为上市公司。

一、上市证券与非上市证券

上市证券是指在证券交易所内采用集中竞价方式挂牌买卖的证券。

本章建议阅读资料：

1. 中国证券业协会．证券业从业资格考试统编教材——证券交易［M］．北京：中国财政经济出版社，2012.
2. 乾隆电脑软件有限公司．钱龙股票投资技术分析软件：操作手册暨应用法则［M］．宁波：乾隆电脑软件有限公司，2005.
3. 赖利，埃德加 A，诺顿．投资学［M］．6 版．李月平，译．北京：机械工业出版社，2005.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一般来说，一个公司的证券要想在某一证券交易所公开上市买卖，它必须首先向证券交易所提出上市申请。各个证券交易所对证券的上市都有一些要求，只有符合条件的证券才能在交易所公开上市。证券上市的条件在各国证券管理立法中都有些原则性规定，但一般不作具体的强制性规定，而是主要由证券交易所自行决定的。因此，各证券交易所上市条件有严有松，然而其目标都是为了切实维护投资者的利益，维持证券市场的正常运行。各个国家、各个证券交易所无论对证券上市怎样规定，总是那些信誉高、经济效益好、经营管理完善、经济实力雄厚的公司才能更为容易获准上市。

与上市证券相对应的是非上市证券。非上市证券是指那些不在证券交易所挂牌买卖的证券，它的交易通常只能在场外进行。一般情况下，非上市证券总是比上市证券多，其中绝大多数是因为它们不符合证券上市条件，如那些较小公司的股票就往往只能在场外进行交易。

二、证券上市的利弊

对于证券的上市，人们历来有着不同的认识，有些公司热衷于自己证券的公开上市，有些公司则并不希望自己的证券公开上市，这都有一些道理。

1. 从有利的方面看

（1）开辟多种直接融资渠道。证券的公开上市有利于提高股票、债券的流动性，增加对投资者的吸引力，人们对它的关心将有利于上市公司继续向公众集资。当企业再次发行新的证券时使之能够选择有利的发售方式，降低发行成本。

（2）提高企业知名度。企业证券的公开上市可以说是企业发展史上的一个里程碑，它标志着企业的进步和发展水平。哪个企业的证券能够在证券市场上公开上市，说明该企业的生产力水平和经营管理水平已经达到相当高的程度，这样将会大大提高企业的社会知名度。此外，哪个企业的证券能够公开上市，它们的名字将经常出现在各种宣传媒介上，这本身就有一定的广告效应，对于提高企业的知名度也有相当大的作用。

（3）规范治理结构和内部管理。企业证券的公开上市，增加了企业生产经营的透明度，而且社会上广大民众时刻都在注视着企业的生产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与发展情况，并根据企业的生产发展情况以及他们对企业前途的预测来决定证券的买入和抛出。社会民众对企业的普遍关注，必然形成对企业的巨大压力，促进企业不断加强经营管理，努力提高经济效益。

2. 从不利的方面看

（1）扭曲的证券市场行情会给企业带来负面影响。证券公开上市后其市场价格的频繁波动会给企业的经营带来消极影响。通常人们总是认为，股市价格能够非常灵敏地反映企业的发展变化和经营水平，因而企业的经营者不得不为维持和提高本企业股票的市场价格而大伤脑筋。其实有些时候股市行情对企业经营状况的反映并不是非常真实的，而扭曲的证券行情还会给企业带来诸多伤害。

（2）控制权分散会面临被收购的风险，也会影响决策效率。证券公开上市后，企业控股权将会因此而更加分散，这样，一方面会因为股票经常易手、股东经常易人给企业的经营与发展带来一些影响；另一方面股权的极度分散和股东的经常变化也会给企业的经营决策带来诸多困难，影响企业决策的及时性与灵活性。由此势必造成许多情况下非上市公司可以做到的事上市公司却不能做，或非上市公司很快能够做到的事而上市公司不能很快做到。

（3）强制性的约束、信息更加透明也会提高公司的经营成本。证券公开上市后，企业要定期向大众公布企业的内部情况，这样一来，透明度的增加也必然使企业许多秘密被泄露出去，而在高度竞争的现代经济社会中，这不能不说对企业的发展和经营是非常不利的。

三、选择证券上市地点应考虑的因素

企业选择上市地的核心并不是选择交易所，而是选择企业自己的股东和市场，这样才能使产业发展与资本市场发展相得益彰。企业选择在境内上市还是在境外上市，一般应考虑以下因素：

（1）是否符合公司发展战略的需要，包括产品市场、客户和国际化程度，企业与拟上市地国家（或地区）业务的关联度。

（2）拟上市地投资者对中国及中国企业的认同度。

（3）上市标准的差异，是否足够了解拟上市地的游戏规则并符合其要求（包括对公司治理的适应）。

（4）一级市场的筹资能力（市盈率水平）、二级市场的流通性（市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场活跃状况）、后续融资能力。

（5）上市成本，包括初始上市成本与后续维护费用。

（6）上市时间。

（7）地理位置、文化背景、法律制度等。

（8）政府的有关政策。

中国企业上市可供选择的目标市场如图 8-1 所示。

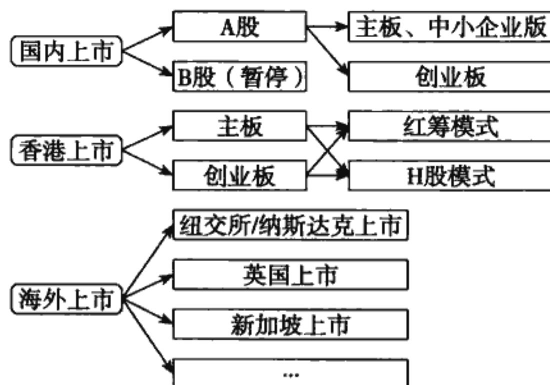


图 8-1 中国企业上市可供选择的目标市场

主板市场（Main Board）是一个国家或地区证券发行、上市及交易的主要场所。一般而言，各国的证券交易所代表着国内主板市场。主板市场的功能定位主要是为国内乃至全球有影响的处于成熟期的大公司提供融资渠道。在主板市场上市的条件较严格，一般要求企业已达到相当的规模，企业发展速度相对稳定，要求企业在上市前若干年连续盈利，投资者进行投资判断时有往绩可循。相对创业板市场而言，主板市场是资本市场中最重要的组成部分，很大程度上能够反映经济发展状况，有“宏观经济晴雨表”之称。上海、深圳证券交易所是我国证券市场的主板市场。

创业板市场（Second Board Market），也称二板市场，市场的功能定位主要是为有潜质的发展中的新兴产业或新兴经济增长点企业服务。二板市场的上市条件比一板市场低，如香港创业板市场，一般仅要求有明确的主营业务和上市前有两年活跃记录即可。美国的纳斯达克（NASDAQ）是全世界规模最大和最成功的创业板市场。2009 年 3 月 31

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日，我国证监会正式公布《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》，该办法自5月1日起实施。2009年6月5日，深圳证券交易所正式发布《深圳证券交易所创业板股票上市规则》，筹备10余年之久的创业板于2009年10月23日在深圳证券交易所正式启动。深圳证券交易所2009年9月21日凌晨发布首批创业板上市公司公告，神州泰岳、乐普医疗、探路者及立思辰等10家拿到批文的创业板公司正式发布招股说明书。这10家企业在9月30日中华人民共和国建立60周年之前1天正式上市，从此，揭开了中国创业板的新篇章。

中小企业板。2004年5月17日，经国务院批准，中国证监会批复同意，深圳证券交易所在主板市场内设立中小企业板市场。中小企业板的功能定位是为主业突出、具有成长性和科技含量的中小企业提供直接融资平台，是分步骤推出创业板的一个步骤。中小企业板的总体设计可以概括为“两个不变”和“四个独立”。“两个不变”是指中小企业板运行所遵循的法律、法规和部门规章与主板市场相同；中小企业板的上市公司符合主板市场的发行上市条件和信息披露要求。“四个独立”是指中小企业板是主板市场的组成部分，同时实行运行独立、监察独立、代码独立、指数独立。

四、证券上市的标准条件

证券的公开上市条件在各个国家并没有统一的标准，甚至在同一国家中每个证券交易所要求的条件也有很大差异。但一般来讲，申请证券公开上市的企业必须获得一定数量的交易所会员的提名，公司业务应是公众感兴趣的，公司的组织形式必须是公众公司，承诺遵守交易所的各项规则及授权规定，切实履行证券交易所上市合同，实行公开制度，定期在公开发行的报章杂志上公告公司的主要业务状况和财务收支状况。

例如，我国上海、深圳证券交易所主板市场，深圳中小板市场以及创业板市场的上市标准条件如表8-1所示。

五、暂停上市和终止上市

证券上市后，上市公司应当一直遵守交易所的有关规定，符合上市的标准。否则，证券交易所可以根据有关法令和上市契约的规定，呈报证券主管机关核准后，暂停或终止某种证券的上市交易，即予以停牌或取消上市资格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8-1　上海、深圳证券交易所主板市场，深圳中小板市场以及创业板市场的上市标准条件

条　件	主板、中小板	创业板
主体资格	股票已经向社会公开发行	股票已经向社会公开发行
股本要求	发行后的股本总额不少于人民币5 000万元	发行后的股本总额不少于人民币3 000万元
	公开发行的股份达到公司股份总数的25%以上，公司股本总额超过4亿元的，公开发行股份的比例为10%以上	公开发行的股份达到公司股份总数的25%以上，公司股本总额超过4亿元的，公开发行股份的比例为10%以上
股东人数	公司股东人数没有限制	公司股东人数不少于 200 人
规范运行	公司最近 3 年无重大违法行为，财务会计报告无虚假记载	公司最近 3 年无重大违法行为，财务会计报告无虚假记载

例如，当上市公司出现以下所列情况，我国证券交易所会暂停其股票上市：①上市公司最近三年连续亏损的；②上市公司股本总额、股权分布等发生变化，不再具备上市条件的；③上市公司不按规定公开其财务状况，或者对财务会计报告作虚假记载的；④上市公司有重大违法行为的。上市公司在其股票暂停上市期间，应当依法履行上市公司的有关义务。

当上市公司出现以下所列情况，我国证券交易所会终止其上市：①上市公司股本总额、股权分布等发生变化，不再具备上市条件，在限期内未能消除的；②上市公司不按规定公开其财务状况，或者对财务会计报告作虚假记载，经查实后果严重的；③上市公司有重大违法行为，经查实后果严重的；④公司最近三年连续亏损，在限期内未能消除的；⑤上市公司决议解散的；⑥行政主管部门依法责令上市公司关闭或者法院宣告上市公司破产的。上市公司从主板退市后必须进入代办股份转让系统（三板）。

为提高创业板上市公司质量，我国对创业板上市公司在财务指标方面还增加了两种退市情形：①最近一个会计年度净资产为负；②最近一个会计年度的财务会计报告被会计师事务所出具否定或无法表示意见的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

审计报告。并且，相比主板市场，创业板公司终止上市后将直接退市，不再像主板一样要求必须进入代办股份转让系统，但公司退市后如符合代办股份转让系统条件的，可自行委托主办券商向中国证券业协会提出在代办股份转让系统进行股份转让的申请。

第二节　证券交易所交易

证券交易市场按照组织形式，可分为证券交易所和场外交易市场两种类型。其中，证券交易所交易是证券市场集中交易的代表，是证券市场发展到一定阶段的产物。

一、证券交易所的概念

证券交易所是证券交易市场中有组织、有固定地点，并能够使证券集中、公开、规范交易的场所。

证券交易所是商品经济发展的产物，早在资本原始积累时期就已出现。据记载，比利时的安特卫普和法国的里昂是出现证券交易最早的地区，但真正较早建立起比较正规的证券交易所的还要数荷兰。荷兰的阿姆斯特丹有一座非常著名的桥，它的名字叫“新桥”，初建于 1550 年，它是人类历史上第一个股票交易场所，当时，来自世界各地的从事证券买卖的商人汇聚于此，每天进行两到三个小时的交易。这些股票交易商在此一起谈论、传递和探询着各种有关股票的信息，相互讨价还价，寻找着交易对手。但每逢恶劣天气，交易商们就要东躲西藏。于是，1611 年，交易商们自行集资建造了阿姆斯特丹证券交易所大厦，专门用于股票交易，它就是世界上的第一个证券交易所。到 18 世纪，海上贸易和国际金融中心逐渐向伦敦转移，英国逐渐取代荷兰拥有了海外霸权地位，伦敦的证券交易也活跃起来。英国最初的挂牌证券交易是在咖啡馆里进行的，所以英国的第一家证券交易所是于 1773 年在伦敦的新乔纳森咖啡馆成立的。但是当时的证券交易主要对象是债券，股票交易数量较少。美国早期的证券交易也是在马路边的梧桐树下进行的，直到 1792 年 5 月 24 位证券商签订了《梧桐树协议》，才算正式成立了证券交易所，即今天世界上最著名的纽约证券交易所的前身。

证券交易所产生初期采用的是投资者之间集市般的讨价还价制度，1612 年，来自欧洲各国的投资者让新落成的阿姆斯特丹证券交易所显

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得越来越拥挤了。于是，一种新的交易方式也就随之诞生了。300 名最具信誉的人被推举出来，他们作为投资者的代理人进到交易所里面进行交易，而这 300 位代理人也被称为经纪人。经纪人制度的出现，使市场信息集中到了经纪人身上，而每一位投资人又能通过经纪人了解到市场信息。这样就缩短了交易时间，提高了市场效率。

在交易所近 400 年的发展历程中，经历了若干次质的飞跃，从集市般的讨价还价到经纪人制度的出现，从电子化的改革到互联网的应用，但无论怎样变化，提高市场效率，降低交易成本，使参与者更加广泛、市场信息更加透明、竞争更加充分，使整个社会资源的配置更加迅捷、更加有效，都是证券交易所发展历史轨迹中永远不变的理念。

二、证券交易所的组织形式

证券交易所的组织形式一般分为公司制和会员制两种。

公司制证券交易所是一个按照股份制原则设立的，由股东出资组成的组织，是以盈利为目的的法人团体。交易所的最高决策管理机构是董事会，董事和监事由股东大会选举产生。

交易所由注册合格的证券商进场买卖证券，证券商与交易所签订合同，并缴纳营业保证金，同时交易所收取证券成交的佣金。公司制证券交易所的优点是：既能提供比较完善的设备和服务，又能保证证券交易的公正性。因为在采取公司制的证券交易所中，交易所本身不允许参加证券交易，这就为证券交易价格的公正性提供了基本保证。公司制证券交易所的缺点是：由于交易所的设立是以盈利为目的的，交易所的收入主要靠证券成交价格一定百分比收取佣金，而且一般收费较高，所以对于证券交易者来说，费用成本较高。

会员制的证券交易所是一个由会员自愿出资共同组成的、不以盈利为目的的法人团体。会员制交易所的会员必须是出资的证券经纪人或自营商，只有会员才有资格进场参加证券交易。会员制证券交易所由会员来共同经营，会员与交易所不是合同关系，而是自治和自律关系，这是会员制证券交易所与公司制证券交易所的最大区别。会员制证券交易所的最高决策管理机构是理事会，理事会成员由会员选举产生。会员制交易所的会员要遵照交易所制定的规章制度在所内参加交易，对于违反法令或内部规定者，交易所将给予严厉惩罚。会员制交易所的优点是：不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是以盈利为目的的，收取的证券交易成交佣金一般都比较低；实行自律机制，会员责任感一般都比较强。其缺点是：买卖双方需自负交易责任，不能取得交易所的赔偿，因而风险较大。

西方大多数国家都是采用会员制建立证券交易所，如美国的纽约证券交易所就是按会员制建立的证券交易所。我国上海、深圳两家证券交易所也都是采用会员制形式建立的证券交易所。

自 20 世纪 90 年代以来，为了在激烈的市场竞争中取得领先地位，交易所改变自治自律互助式会员制方式正成为一种现实选择。2006 年 3 月 8 日，沿用了 213 年之久会员制的纽约证券交易所也与 Archipelago 交易所合并，改制成纽约证券交易所集团公司，并首次在纽约证券交易所挂牌交易。交易所公司化改制将成为一种新的浪潮。

三、证券交易所的特征

今天，证券交易所作为各种证券公开买卖的场所，作为有组织、有固定地点的证券交易市场，一般具有如下三个特点：

1. 证券交易所本身既不持有证券，也不买卖证券，更不能决定各种证券的价格。它只是为证券的买卖双方的证券交易提供服务、创造条件，并对双方的交易行为进行监督。证券交易价格由证券买卖双方以公开竞价的方式决定。

2. 证券交易所是证券买卖完全公开的市场。它要求所有申请上市的证券发行者必须定期地、真实地公开其经营情况和财务情况。它自身也定期公布各种证券的行情表和统计表，以使投资者迅速选择投资目标，使证券持有者决定保留还是转让证券。交易所还随时公布股票价格指数，投资者据此预测证券市场行情的发展趋势。

3. 证券交易所具有严格的组织性，有专门的立法和规章制度。各国都明确规定，只有证券商经纪人才能代理买卖双方进入交易所参加交易，一般投资人不能直接进场交易。交易所对成交价格、成交单位、成交后的结算都有严格的规定，并且对交易所内部的人员也严加约束，如遇有利用内部情报操纵价格和垄断等行为和事件发生，也有相应的规定予以严厉制裁。

四、证券交易所的经纪人

证券交易所进场交易的经纪人基本可分为两种，一种是证券经纪

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

商，另一种是自营商。主要从事代客买卖的证券商称为经纪商，而主要从事自行买卖证券的证券商称为自营商。

经纪商又可分为佣金经纪商、大厅经纪商和专家经纪商三种。

佣金经纪商是证券交易所会员公司派往交易大厅内专门为顾客代理买卖的经纪商，交易完成由他们收取佣金。这类经纪商在交易所内人数最多，证券交易所内的大部分证券交易都是通过他们成交的。他们就是通常人们所说的“证券商”。

大厅经纪商是以私人身份在证券交易所取得会员席位，不属于任何会员公司的经纪商。大厅经纪商在证券交易所大厅内专门接受其他经纪商的委托代为买卖，成交后收取佣金。这种现象的存在主要是因为佣金经纪商可能在业务繁忙时接受许多客户的委托，单靠自己工作无法完成委托交易，这样就必须将客户的委托指令再委托给大厅经纪商，求其代为执行。因此，从某种意义上讲，大厅经纪商是佣金经纪商的经纪商。

专家经纪商或称专门经纪商、特殊经纪商、做市商，他们的特殊之处主要表现在：他们各自专门从事某几种股票的买卖活动，专门长驻在某一交易台边，专门研究和等待所受委托的股票的行市涨落，以在适当时机买卖，所以他们可称得上某几种股票的研究专家。他们在证券交易所内的主要作用：一是对其专做的股票在每天营业开始时决定首次成交价格；二是设法保证证券交易的连续性，维护证券交易公平而有秩序地进行，当专做的某只股票出现暂时性的没有买方或者没有卖方的时候，他们就会站出来充当缺少的一方，使该股票能够连续不断地交易下去；三是在交易供求不平衡时以自己的财力买进或卖出以缩小供求差距。

五、证券交易所的交易方式

在世界各国的证券交易业务中，证券交易的方法多种多样、应有尽有。

（一）按照证券价格形成的方式划分

按照证券价格形成的方式划分，证券交易可分为：相对买卖方式交易、拍卖标购方式交易和竞价买卖方式交易。

1. 相对买卖方式交易。相对买卖是指一个买主面对一个卖主的交易方式。这种交易方式在商务交易中多被采用，它是一种比较原始的交易方式。这种交易方式多被运用到证券交易业务中，但是在证券交易所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中运用较少，而大量地被运用在场外交易市场中。由于采用这种交易方式进行证券买卖只是通过一对一讨价还价来形成证券交易的价格，因而这一价格很难说是公平、合理的市场价格，当然也无法形成市场的均衡价格。

2. 拍卖标购方式交易。拍卖标购是指一个买主对多个卖主或一个卖主对多个买主的交易方式。在一个卖主对多个买主的证券交易中，买主们为了实现自己的买入计划，必然竞相提出高于他人的价格，这样卖主就与出价最高的买主达成交易，这种交易方式也称做“拍卖”。在一个买主对多个卖主的证券交易中，卖主们为了实现自己的卖出计划，必然竞相报出低于他人的出售价格，这样买主就与出价最低的卖主达成交易，这种交易方式也称做“标购”。无论是拍卖还是标购，都是通过多个买主或卖主的竞争来产生证券的买卖价格，因此它对于证券价格的公平合理性具有一定的积极意义。

3. 竞价买卖方式交易。竞价买卖是指多个买主对多个卖主的交易方式，它是证券交易所中采用最为普遍的一种证券买卖方式。由于这种交易方式集中了多数的买主和多数的卖主，并以相互竞价的方式达成交易，因而它对于确定证券公平、合理的价格具有更可靠的保证。

（二）按照交易形式划分

按照交易形式划分，证券交易可分为：现货交易、融资融券交易、期货交易、期权交易等。其中，现货交易是最基本的交易方式。融资融券交易是采用保证金方式的现货交易，而期货和期权交易则为衍生金融工具交易。

1. 现货交易。证券的现货交易是指证券买卖成交后即时履行合同的交易方式。也就是说，实行现货交易的买卖双方达成交易合同后，买方要立即向卖方支付价款，卖方要立即向买方交付证券。现货交易原则上要求成交后立即办理清算交割手续，但是由于技术上的限制，实际上很难完全做到这样，因此许多证券交易所都根据不同情况采取了一些变通的做法，规定可以在一定的期限内办理交割。例如，美国纽约证券交易所规定在成交后的第五个营业日办理完交割；日本东京证券交易所规定在成交后的第四个营业日办理完交割。

2. 融资融券交易。融资融券交易又称信用交易、垫头交易、保证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金交易。它是指证券买卖者通过交付一定数量的保证金得到经纪人的信用而进行证券买卖行为。通常保证金的比例大多在30%左右。证券的信用交易也分为两种：一种是“融资”，也称“保证金买长”；另一种是“融券”，也称“保证金卖短”。

“融资”交易是指客户向经纪人（证券公司）借钱买进证券。客户要买进某种看涨证券而自己没有能力支付价款，这时他向经纪人支付一部分保证金，由经纪人代为垫付购买证券所需价款，使其能够如愿买进某种证券。经纪人垫付款项后，一方面要收取一定比例的垫款利息，另一方面要将客户购入的证券作为借款的抵押。等到一定时期以后，该种证券的价格上涨，客户再将该证券按当时的市价卖出，从中赚取中间的价差，人们将这种交易方式又称为“多头”或“买空”。

“融券”交易是指客户向经纪人（证券公司）借证券卖出。客户要卖出看跌证券，但自己手里并不拥有证券，这时他向经纪人交纳一定数额的保证金，然后从经纪人那里借入证券并按市场价格卖出，待日后该种证券价格下跌后，再按当时市价买入同等数额的证券还给经纪人并支付利息，从而在这种交易中获利，人们又将这种交易方式称做“空头”或“卖空”。

融资融券交易具有较大的杠杆作用，能使客户以较少的资本，取得获取较大利润的机会。弊端主要是风险较大。尽管如此，信用交易仍是当前西方国家金融市场上最受客户欢迎的、使用最广泛的交易方式之一。

3. 期货交易。证券的期货交易是指已成交的证券在未来某一日按照合同规定进行清算和交割的证券交易方式。在期货交易中，证券买卖双方在达成交易时，卖方并不真正地交付证券，买方也不当时就付款，只有到了规定的交割日，卖方才交出证券，买方才支付价款。由于期货交易是要按预期价格结算的，在交割时，如果正遇证券价格上涨，买方则可大获其利；反之，如果正遇价格下跌，则卖方就能获利。由此可见，证券的期货交易是证券交易活动中进行期货保值或投机获利的一种方法。

4. 期权交易。证券的期权交易又称选择权交易，它是指证券投资者事先支付一定的费用，取得一种可按既定价格买卖某种证券的权利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证券的期权交易不同于期货交易，其交易对象不是证券本身，而是一种权利，购买期权者可以在期限内的任何时候行使这个权利，买进或卖出证券，也可以到期不执行这一权利，任其作废；而对于出售期权的专门的证券商来说，则必须按规定出售或购进证券。证券的期权交易因买卖关系不同又可分为“看涨期权”和“看跌期权”两种。

六、证券交易程序

证券的交易过程包括选择经纪人并开户、证券买卖委托交易、证券买卖的竞价、证券的清算与交割、证券的过户、交易费用等。

（一）选择经纪人并开户

1. 选择证券公司为经纪人。证券投资者在从事证券投资前必须要选择自己的经纪人。选择经纪人可以通过别人介绍，也可以自己到证券经纪公司去聘请。对于证券投资者来说，选择一位可靠的经纪人是非常重要的，这对于证券投资者的投资成功与否具有决定意义。

2. 签订《证券交易委托代理协议》。证券投资者确定了经纪人后，就要与经纪人签订《证券交易委托代理协议》，《证券交易委托代理协议》是客户和证券经纪商之间在委托买卖过程中有关权利、义务、业务规则和责任的基本约定，也是保障客户与证券经纪商双方权益的基本法律文书。如果采用网上委托方式，还要签订网上委托协议书。

3. 开户。证券投资者一般要开立证券买卖的证券账户和存放所需资金的资金账户，以便简化证券买卖手续。

（1）证券账户。证券投资者在证券登记结算公司开立证券账户，用于记载投资者持有的证券种类、名称、数量及相应权益和变动情况。我国证券交易所按账户的用途分为股票账户、债券账户、基金账户。在实际运用中，股票账户是目前我国用途最多、数量最多的一种通用型证券账户，它既可以买卖人民币普通股，也可以买卖债券和证券投资基金。基金账户也可用于买卖上市的国债。按账户可交易的币种分为人民币普通股票账户和人民币特种股票账户。

目前我国两家证券交易所实行不同的证券存管制度。

自1998年4月1日起，上海证券交易所实行中国证券登记结算有限公司上海分公司统一托管和证券公司法人集中托管，即“投资者指定交易制度”。“投资者指定交易制度”是指投资者必须在某一证券营

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业部办理证券账户的指定交易后，方可进行证券买卖或查询。投资者转换证券营业部买卖证券时，须在原证券营业部申请办理撤销指定交易，然后再到转入证券营业部办理指定交易手续，即投资者只能在其指定交易的席位上进行交易。投资者也有权随时解除指定交易。投资者如不办理指定交易，上海证券交易所电脑系统将自动拒绝其账户的交易申报指令。

深圳证券交易所实行中国证券登记结算有限公司深圳分公司统一托管和证券营业部分别托管的二级托管制度，又称“托管券商制度”。所谓的“托管券商制度”即投资者可以利用同一证券账户在国内任一证券营业部买入证券，证券托管是自动实现的，投资者也可将其托管股份从一个证券经营机构处转移到另一个证券经营机构处托管，称为转托管。投资者在原托管券商处递单报盘转托管，交易所当天（T 日）收市后即处理到账，同时将处理结果传送给转出转入证券商，投资者于第二个交易日（T+1 日）就可以在转入证券经营机构处卖出证券。投资者可将其名下所有证券一次性全部转出，也可转出部分券种或某一证券的一部分。“托管券商制度”具体可概括为：自动托管、随处通买、哪买哪卖、转托不限。

（2）资金账户。投资者在证券公司进行登记，开立资金账户，办理证券交易卡。证券公司为投资者提供代理、托管、出纳服务。

（二）证券买卖委托交易

由于证券交易所实行会员制度，证券投资者在证券交易市场上买卖证券，不能直接进入交易所内自己亲自从事买卖活动，因而必须委托交易所的经纪人来完成。

1. 委托数量

证券买卖委托从交易量大小的不同也可分为整数委托和零数委托两种。一般来说，每个证券交易所都约定一个证券交易单位，在交易所中只能按这一单位的倍数进行交易，这一交易单位人们将其称为“手”。如果证券投资者委托经纪人按整手买卖证券时，则称为整数委托；如果证券投资者委托经纪人买卖不足于一个交易单位的证券，则称为零数委托，如 1 股～99 股。我国证券交易所其股票的一个交易单位为 100 股/手，债券、基金为 1 000 元/手。我国证券交易所规定允许卖出零股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

委托，不允许买进零股委托。

2. 委托价格

（1）市价委托（Market Order）。市价委托是指证券投资者委托经纪人买卖证券时，一般只规定委托买卖证券的种类和数量，而并不指定买卖价格。经纪人接受委托后应立即在市场上按最有利于委托人的价格实施交易。市价委托便于迅速成交，尤其是在证券价格急剧波动、投资者急需卖出或买进证券时，为减少损失或增加收益，常以此方式报价成交。它的缺点是只有委托执行后才知道实际的执行价格。

（2）限价委托（Limit Order）。限价委托是指证券投资者委托经纪人买卖证券时，应指定卖出证券的最低价或买入证券的最高价。限价委托有可能按投资者希望的价格成交，但成交速度慢，可能错失良机。限价委托由于给出证券买卖的具体价格，因此委托人必须事先规定好委托的有效期，或者当天有效，或者几日内有效，假如委托人未指出有效期，则可视为一直有效。

（3）停止损失委托（Stop Order）。证券投资者以停止损失委托方式委托经纪人买卖证券时，一般应指定一个证券价格的升降幅度，一旦证券市场价格变动达到这一幅度，经纪人就应该立即进行交易。这种委托从某种意义上说是为了使证券投资者的利益不受损失，故称停止损失委托。

我国目前规定，证券交易所只接受其会员的限价委托，且委托期为当日有效。

3. 委托形式

证券买卖的委托形式有当面柜台委托，电话委托，传真、函电委托，自助委托（网上委托、远程终端委托、磁卡委托）。

（三）证券买卖的竞价

1. 竞价原则

在证券交易所中，证券买卖的价格是通过竞价方式确定的。在经纪人以竞价方式成交时，往往会出现多个买方（或卖方）经纪人同时叫价的情形。在这种情况下到底哪个经纪人有优先购买（或出卖）证券的权利呢？证券交易对此均按照以下优先原则执行：

第一，价格优先原则，即买进时，较高的价格优先于较低的价格；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卖出时，较低的价格优先于较高的价格；市价优先于限价。

第二，时间优先原则，同价位申报，依照申报时序决定优先顺序，即买卖方向、价格相同的，先申报者优先于后申报者。先后顺序按证券交易所交易电脑主机接受的申报时间来确定。

例如：有甲、乙、丙、丁投资者四人，均申报卖出某股票，申报价格和申报时间如下，按竞价原则四位交易者的优先顺序如表 8-2 所示。

表 8-2 竞价原则案例

投资者	卖出申报价	申报时间
甲	10.70	13.35
乙	10.40	13.40
丙	10.77	13.25
丁	10.40	13.38

四位投资者交易的优先顺序为丁、乙、甲、丙。

2. 竞价方式

在证券交易所中，证券买卖的价格是通过竞价方式确定的。目前的竞价方式有如下两种分类：

（1）按表现形式分：口头竞价（口头唱板）、书面竞价、电脑竞价。

①口头竞价是指证券商在规定的交易台前或划定的区域内相互以口头喊价的方法讨价还价，直至达成交易。

②书面竞价是指证券买卖通过书面形式达成交易价格的一种方法。书面竞价要经过申报、撮合和最后成交等环节。

③电脑竞价是指证券商利用计算机联网系统进行证券交易达成交易价格的一种方法。电脑竞价要经过申报输入、撮合成交和成交信息反馈等环节。申报输入过程是指证券商将买卖证券的有关指令输入计算机终端，然后经计算机网络将申报指令传给交易所，交易所的计算机主机接到申报指令便发出已接受的通知，并由证券商打印“买卖申报回报单”。撮合成交过程就是证券交易所计算机主机按各个证券商发来的指令进行自动搜寻，选择最佳匹配组合方案，从而撮合其成交。成交信息反馈是指证券交易所计算机主机在撮合成交时同时向成交双方证券商发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出信息，通知它们成交的结果，最后由双方计算机的终端打印“成交回报单”。利用计算机进行证券交易，大大提高了证券交易的效率，促进了证券市场向现代化方向发展。

（2）按连续性分：集合竞价和连续竞价。

①集合竞价（Call Auction），是指在规定时间内接受的买卖申报一次性集中撮合的竞价方式。

目前，我国上海证券交易所和深圳证券交易所在每日开盘时都采用集合竞价方式，但是，在每日收盘时竞价交易规则却不相同。上海证券交易所规定：证券交易的收盘价为当日该证券最后一笔交易前一分钟所有交易的成交量加权平均价（含最后一笔交易）。当日无成交的，以前收盘价为当日收盘价。深圳交易所规定：证券的收盘价通过集合竞价的方式产生：14：57 至 15：00 为收盘集合竞价时间。收盘集合竞价不能产生收盘价的，以当日该证券最后一笔交易前一分钟所有交易的成交量加权平均价（含最后一笔交易）为收盘价。当日无成交的，以前收盘价为当日收盘价。

我们以上海证券交易所为例说明开盘集合竞价的过程。

上海证券交易所的开盘集合竞价规则规定，每个交易日的 9：15 至 9：25 为开盘集合竞价时间。在每个交易日上午 9：25，证券交易所电脑主机对 9：15 至 9：25 接受的全部有效委托进行一次集中撮合处理，并在此基础上，找出一个基准价格。集合竞价时，成交价格的确定原则为：

第一，可实现最大成交量的价格；

第二，高于该价格的买入申报与低于该价格的卖出申报全部成交的价格；

第三，与该价格相同的买方或卖方至少有一方全部成交的价格。

如果符合集合竞价确定原则的价格有两个，取使未成交量最小的申报价格为成交价格；仍有两个以上使未成交量最小的申报价格符合上述条件的，以其中间价为成交价格（深圳证券交易所则规定取离上日收市价最近的价格）。集合竞价的所有交易以同一价格成交。同时规定，9：15 至 9：25 只接受申报不进行撮合；9：15 至 9：20 期间可以撤销申报（撤单），9：20 之后不允许撤单；9：25 至 9：30 既不可以报单

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也不可以撤单。集合竞价中未能成交的委托，自动进入连续竞价（我国深圳证券交易所规定，每个交易日开盘开放式集合竞价的时间为 10 分钟，从每个交易日 9：15 开始至 9：25，收盘集合竞价时间为收盘前 3 分钟，从每个交易日 14：57 开始至 15：00。9：20 至 9：25、14：57 至 15：00，交易主机不接受撤销申报）。

【例 1】某只股票当日在集合竞价时买卖申报价格和数量情况如表 8-3 所示，该股票上日收盘价为 10. 13 元。那么该股票在上海证券交易所当日开盘价及成交量分别是多少？如果是在深圳证券交易所，当日开盘价及成交量又分别是多少？

表 8-3 某只股票当日在集合竞价时买卖申报价格和数量情况

买入数量（手）	价格（元）	卖出数量（手）
0	10. 50	100
0	10. 40	200
150	10. 30	300
150	10. 20	500
200	10. 10	200
300	10. 00	100
500	9. 90	0
600	9. 80	0
300	9. 70	0

根据表 8-3 分析，各价位的累计买卖数量及最大可成交量如表 8-4 所示。

表 8-4 某只股票各价位的累计买卖数量及最大可成交量

累计买入数量（手）	价格（元）	累计卖出数量（手）	最大可成交量（手）
0	10. 50	1 400	0
0	10. 40	1 300	0
150	10. 30	1 100	150
300	10. 20	800	300
500	10. 10	300	300
800	10. 00	100	100
1 300	9. 90	0	0
1 900	9. 80	0	0
2 200	9. 70	0	0

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根据表8-4，符合上述集合竞价确定成交价的原则的价格有两个：1 020元和1 010元。那么，上海证券交易所的开盘价为：取这两个价格的中间价1 015元；深圳证券交易所的开盘价为：取离上日收市价（1 013元）最近的价位1 010元。两市的成交量均为300手。

②连续竞价（Continuous Auction），是指对买卖申报逐笔连续撮合的竞价方式。连续竞价时，成交价格的确定原则为：

第一，最高买入申报与最低卖出申报价格相同，以该价格为成交价；

第二，买入申报价格高于即时揭示的最低卖出申报价格时，以即时揭示的最低卖出申报价格为成交价；

第三，卖出申报价格低于即时揭示的最高买入申报价格时，以即时揭示的最高买入申报价格为成交价。

连续竞价时间：

我国上海证券交易所在证券交易时间即每周一至周五9：30至11：30、13：00至15：00采用连续竞价方式接受申报进行撮合。深圳证券交易所在证券交易时间即以每周一至周五9：30至11:30、13:00至14：57为连续竞价时间。

【例2】某股票即时揭示的买卖申报价格和数量如表8-5所示。若此时有一投资者申报买入该股票，价格为470元，数量为3 000手，则应以469元成交1 100手，以470元成交1 457手。

表8-5 某股票即时揭示的买卖申报价格和数量

	价 格	数 量
卖五	4.73	1 300
卖四	4.72	1 436
卖三	4.71	324
卖二	4.70	1 457
卖一	4.69	1 100
买一	4.68	140
买二	4.67	150
买三	4.66	48
买四	4.65	15
买五	4.63	44

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 竞价结果

竞价的结果有三种可能：全部成交、部分成交、不成交。

（1）全部成交。委托买卖全部成交，证券公司应及时通知委托人按规定的时间办理交割手续。

（2）部分成交。委托人的委托如果未能全部成交，证券公司在委托有效期内可继续执行，直到有效期结束。

（3）不成交。委托人的委托如果未能成交，证券公司在委托有效期内可继续执行，等待机会成交，直到有效期结束。对委托人失效的委托，证券公司须及时将冻结的资金或证券解冻。

（四）证券的清算与交割

证券买卖成交后，买卖双方之间要进行清算和交割。证券的清算是指证券商在证券买卖成交后，对应收或应付的证券数量、价款分别同证券交易所按照一定的规则和惯例进行轧抵和计算，进行结算的过程。通常清算在证券买卖成交后立即进行，而证券的交割则是证券商在事先约定的时间内，按照证券清算单据上应收、应付的净差额集中同证券交易所办理转账和交付。交割一般在交割日进行。

目前，我国沪深两市不同的证券品种适用不同的清算、交割制度。

（1）A股、基金、企业债券、可转换债券适用“T+1”清算、交割制度。“T+1”交收是指交易双方在完成交易的第二个工作日完成与交易有关的证券和资金的兑付工作，买方收到证券、卖方收到款项。在操作上，投资者当天买入的股票将被暂时冻结，当日不能卖出，只有到下一个交易日方可卖出；当天卖出股票的投资者，其委托一旦成交，成交的资金将马上回到投资者的资金账户上，投资者即可再买入股票，而不用等到下一个交易日。但是，投资者想要从资金账户上提取当天卖出股票返回的资金，就必须等到下一个交易日才能办理。

（2）国债现货适用“T+0”清算、交割制度。完成交易的证券在交易日当天实际完成证券和资金的兑付，即当天买入的证券当天可以卖出，当天卖出证券所得资金当天可用于交易，亦可取现或转账。

（3）B股适用“T+3”清算、交割制度，并可实行“T+0”回转交易，即当天买入的证券最早可于下一交易日卖出，但实际对应的兑付在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

各交易日的第四个工作日完成；当天卖出证券所得资金当天可用于交易，最早可于交易日的第四个工作日划转。

从国际上看，各国及地区均根据自身情况制定相应的交收制度，如我国香港及台湾地区，韩国、巴西等实行“T+2”交收制度，美国、日本、加拿大等国实行“T+3”交收制度，英国、意大利、澳大利亚等国则实行“T+5”交收制度。

我国证券交易所的股票交易已经实行“无纸化”交易和股票集中托管制度，所以，在交割过程中，并没有实物股票的出现，证券账户的划转取代了实物交割，整个交割过程实际上只是价款的交割。

（五）证券的过户

证券的过户是指通过法定程序办理证券所有权变更登记手续。证券有记名与无记名之分。一般来看，股票多为记名的，股票的过户就是履行股东姓名的变更。只有办理了证券过户手续，改变了户头，股票的持有人才能成为公司的新股东，享有该公司股东所应享有的各种合法权益。

一般来说，证券过户并不是在证券交易完成之后就马上进行的，大多数情况下是在公司派息分红之前集中办理。在实际证券交易过程中，证券市场上人们进行着频繁的交易，对于某一张证券而言，不知辗转交易多少回，不知更换过多少主人，到最后临近股息分红时，它的主人才去履行过户手续。

因为我国证券交易所的股票交易已经实行“无纸化”交易和股票集中托管制度，所以，通过证券账户卡可实现电脑交易过户一体化，所有的过户手续都由交易所的电脑自动过户系统一次完成，无须投资者另外办理过户手续。由于上海证券交易所实行指定交易制度，对实现的交易活动，上交所按成交股数的1‰收取过户费。深圳证券交易所实行券商托管制度，对实现的交易活动不收取过户费。

在证券交易市场上进行证券交易，从委托开始，到清算交割完毕，并履行了过户手续，才算最终完成了它的整个交易过程。

（六）交易费用

我国上海、深圳证券交易所对证券交易收取费用的规定，见表8-6。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8-6 上海、深圳证券交易所证券交易费用规定

<table>
<tr><td colspan="2" rowspan="3">A 股交易</td><td>佣金</td><td>实行最高上限向下浮动制度，不得高于成交金额的 0.3%，起点 5 元</td></tr>
<tr><td>过户费</td><td>成交面额的 0.075%，起点 1 元（双向）（深交所免收）</td></tr>
<tr><td>印花税</td><td>成交金额的 0.1%（出让方）</td></tr>
<tr><td colspan="2" rowspan="3">B 股交易</td><td>佣金</td><td>实行最高上限向下浮动制度，不得高于成交金额的 0.3%，起点 1 美元或 5 港元</td></tr>
<tr><td>结算费</td><td>成交金额的 0.05%（双向）</td></tr>
<tr><td>印花税</td><td>成交金额的 0.1%（出让方）</td></tr>
<tr><td colspan="2">基金</td><td>佣金</td><td>实行最高上限向下浮动制度，不得高于成交金额的 0.3%，起点 5 元</td></tr>
<tr><td colspan="2">债券交易（国债、企业债券、可转换债券）</td><td>佣金</td><td>实行最高上限向下浮动制度，不得高于成交金额的 0.1%，起点 5 元</td></tr>
<tr><td rowspan="2">查询</td><td>交易记录</td><td rowspan="2">查询费</td><td>20 元/户</td></tr>
<tr><td>账户余额</td><td>机构 50 元/户，个人 20 元/户</td></tr>
</table>

第三节 证券场外交易

场外交易市场（Over The Counter Market，OTC），是证券交易所以外的证券交易市场的总称，是分散的、非组织化的市场。从广泛的含义上讲，场外交易市场又包括：柜台（店头）市场、第三市场、第四市场。不同的场外交易市场具有不同的特点和功能，场外交易市场的发达程度以美国最为典型。

一、场外交易市场的特征

1. 场外交易市场是一个分散的无形市场。它没有固定的、集中的交易场所，而是由许多各自独立经营的证券经营机构分别进行交易，并且主要是依靠电话、电报、传真和计算机网络联系成交的。

2. 场外交易市场的组织方式采取做市商制。场外交易市场与证券交易所的区别在于不采取经纪制，投资者直接与证券商进行交易。证券交易通常在证券经营机构之间或是证券经营机构与投资者之间直接进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行，不需要中介人。在场外证券交易中，证券经营机构先行垫入资金买进若干证券作为库存，然后开始挂牌对外进行交易。它们以较低的价格买进，再以略高的价格卖出，从中赚取差价，但其加价幅度一般受到限制。证券商既是交易的直接参加者，又是市场的组织者，它们制造出证券交易的机会并组织市场活动，因此被称为“做市商”。这里的做市商是场外交易市场的做市商，与场内交易中的做市商不完全相同。

3. 场外交易市场是一个拥有众多证券种类和证券经营机构的市场，以未能在证券交易所批准上市的股票和债券为主。由于证券种类繁多，每家证券经营机构只固定地经营若干种证券。

4. 场外交易市场是一个以议价方式进行证券交易的市场。在场外交易市场上，证券买卖采取一对一的交易方式，对同一种证券的买卖不可能同时出现众多的买方和卖方，也就不存在公开的竞价机制。场外交易市场的价格决定机制不是公开竞价，而是买卖双方协商议价。具体来说，是证券公司对自己所经营的证券同时挂出买入价和卖出价，并无条件地按买入价买入证券和按卖出价卖出证券，最终的成交价是在牌价基础上经双方协商决定的不含佣金的净价。券商可根据市场情况随时调整所挂的牌价。

5. 场外交易市场的管理比证券交易所宽松。由于场外交易市场分散，缺乏统一的组织和章程，不易管理和监督，其交易效率也不及证券交易所。但是，美国的 NASDAQ 市场借助计算机将分散于全国的场外交易市场联成网络，在管理和效率上都有很大提高。

二、场外交易市场的类型

1. 柜台市场。柜台市场即“证券商柜台买卖市场”，是证券市场的一个独特形式，其基本含义是证券经纪人或证券自营商不通过证券交易所把未上市的证券，有时也包括部分已上市证券直接同顾客进行买卖的市场。

2. 第三市场。第三市场（Third Market）是指证券在交易所上市却在场外市场进行交易的市场。在 20 世纪 70 年代以前，证券交易所法令规定：凡是在交易所上市的证券交易都要在交易所进行，只有属于交易所组织成员的证券商、经纪人才能在交易所内代客或自行买卖证券，同时买卖这些证券还实行固定佣金制，不允许任意降低佣金的标准。凡是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在证券交易所挂牌上市的证券一般都是信誉好、收益高、畅销的证券，但由于最低佣金的限制，交易的费用就比较高，这对大量交易者很不利。在此情况下，就容易出现挂牌上市证券流出证券交易所，由非交易所成员的经纪人在场外进行交易，以减轻大额交易费用负担的情况。1972 年，纽约证券交易所允许对 30 万美元以上的订单实行协议佣金制，这样大额交易就形成了一个专门的市场，人们将其称为“第三市场”。第三市场的出现和迅速发展，反映了 20 世纪 70 年代以来证券市场的三大变化：一是证券交易特别是股票交易日趋分散化、多样化和成交额不断扩大；二是机构投资者在证券市场上的投资比重明显上升，如各种投资公司、年金和基金会、保险公司、互助储蓄等机构大量购买和持有各种股票和证券，据统计，它们的持有量已占发行总额的半数；三是强化了证券业务的竞争性，其结果是促使交易所，尤其是老资格的交易所的改革。

3. 第四市场。第四市场（Fourth Market）是指投资者之间直接交易在交易所上市的证券，无经纪人介入的证券交易市场，是不用支付佣金的市场。由于电子通信网（Electronic Communication Network，ECN）的出现，投资者之间的直接交易急剧增加。ECN 既可以代替如纽约证券交易所那样的正式证券交易所，也可以代替纳斯达克那样的做市券商市场进行证券交易。这种网络可以让其成员张贴买入和卖出报价，同时系统将这一报价与其他交易者的报价进行比对，找出相符者。由于直接比对消除了其他交易方式中会出现的买卖价差，交易的双方都将因此受益。早期的 ECN 仅供大机构交易者使用。目前，小投资者通常不直接进入 ECN 系统，他们可以通过经纪人发布报价。

三、我国的场外交易市场

（一）银行间债券交易市场

1. 银行间债券市场含义。全国银行间债券市场是指依托于全国银行间同业拆借中心（简称“同业中心”）和中央国债登记结算公司（简称“中央登记公司”），包括商业银行、农村信用联社、保险公司、证券公司等金融机构进行债券买卖和回购的市场，成立于 1997 年 6 月 6 日。经过近几年的迅速发展，银行间债券市场目前已成为我国债券市场的主体部分。记账式国债的大部分、政策性金融债券都在该市场发行并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上市交易。

2. 银行间债券市场的债券交易类型

银行间债券市场的债券交易包括债券回购和现券买卖两种。

（1）债券回购是交易双方进行的以债券为权利质押的短期资金融通业务，是指资金融入方（正回购方）在将债券出质给资金融出方（逆回购方）融入资金的同时，双方约定在将来某一日期由正回购方按约定回购利率计算的资金额向逆回购方返还资金，逆回购方向正回购方返还原出质债券的融资行为。

（2）现券买卖是指交易双方以约定的价格转让债券所有权的交易行为。

3. 银行间债券市场的债券交易方式和时间

银行间债券市场参与者以询价方式与自己选定的交易对手逐笔达成交易，这与我国沪深交易所的交易方式不同。交易所进行的债券交易与股票交易一样，是由众多投资者共同竞价并经计算机撮合成交的。

交易时间是每周一至周五（节假日除外）的 9：00 至 12：00、13：30至 16：30。

4. 银行间债券市场的中介机构

中央国债登记结算有限责任公司为市场参与者提供债券托管、结算和信息服务；全国银行间同业拆借中心为市场参与者的报价、交易提供中介及信息服务。经中国人民银行授权，同业中心和中央国债登记结算公司可披露市场有关信息。

（二）代办股份转让系统

1. 代办股份转让系统的含义

代办股份转让系统又称三板市场，是指经中国证券业协会批准，由具有代办系统主办券商资格的证券公司，自有或租用业务设施，采用电子交易方式，为非上市公司提供股份转让服务的市场。

2. 代办股份转让系统交易品种

代办股份转让系统始建于 2001 年 7 月 16 日，目前，代办股份转让系统挂牌的公司大致分为两类：

一类是原 1992 年 7 月开始运行的 STAQ（全国证券交易自动报价系统）、1993 年 4 月开始运行的 NET（全国证券交易系统）挂牌公司和上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

海、深圳证券交易所退市公司。股份转让以集合竞价的方式配对撮合，现股份转让价格不设指数，股份转让价格实行5%的涨跌幅限制。股份实行分类转让，公司股东权益为正值或净利润为正值的，股份每周转让5次，其他公司股份每周转让1次或3次。投资者在进行股份委托转让前，需要开立非上市股份有限公司股份转让账户。

另一类是非上市股份公司的股份报价转让，目前主要是中关村科技园区高科技公司。其股票转让主要采取协商配对和定价委托的方式成交。

三板市场的主要功能是为非上市中小型高科技股份公司提供股份转让服务，同时也为退市后的上市公司股份提供继续流通的场所，并解决了原STAQ、NET系统历史遗留的数家公司法人股流通的问题。

2009年6月中国证券业协会公布了新修订的《证券公司代办股份转让系统中关村科技园区非上市股份有限公司股份报价转让试点办法（暂行）》，将公司挂牌条件进一步放宽，为依托中关村试点探索建立统一监管下的非上市公司股份转让制度创造了条件，也是推进我国多层次资本市场建设的又一重要举措。

【案例】 渝钛白——从特别处理、暂停上市到恢复上市

公司前身——重庆渝港钛白粉有限公司，成立于1990年9月4日。1992年5月始进行股份制改组，将原公司生产经营性资产净值折为3 728．26万股国家股和3 728.26万股外资法人股，于1992年6月1日至1992年7月31日发行3 600万股个人股。1992年9月11日，“重庆渝港钛白粉股份有限公司”宣告成立，1993年7月12日，“渝钛白A”在深圳证券交易所上市交易。

（一）特别处理期间

1998年4月28日，深圳证券交易所发布通知，根据《深圳证券交易所股票上市规则》的有关规定，重庆渝港钛白粉股份有限公司股票应实行特别处理。根据该公司董事会申请，并经交易所审定，将其原A股证券“渝钛白A”更改为“ST渝钛白”。4月29日，公司发布《关于股票交易实行特别处理的公告》，由于公司经审计连续两个会计年度的净利润均为负值，且其股东权益低于注册资本，按照《深圳证券交易所股票上市规则》的有关规定，该公司股票于1998年4月30日开始实行特别处理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在特别处理期间要求：

（1）股票报价日涨跌幅限制为"5%"；

（2）股票简称由"渝钛白A"改为"ST渝钛白"（"ST"是"特别处理"的英文缩写），股票代码仍为"0515"；

（3）公司的中期报告必须审计。

为保护投资者利益，公司分别于1999年1月9日、1月19日、1月30日、3月4日在《证券时报》上刊登了可能连续亏损3年，且已资不抵债的提示性公告，提醒投资者注意投资风险。

公司于1999年1月在《证券时报》发布1998年预亏公告：由于公司钛白粉工程建设期长、负债巨大、未达经济规模等多种原因，致使公司财务状况恶化，经济效益极差，1996年已亏损1 318万元，1997年已亏损11 943万元，且重庆会计师事务所为公司出具的审计报告为有否定意见的报告；1998年上半年重庆会计师事务所审计的中期报告已公告亏损10 341万元，且已资不抵债，预计1998年下半年将继续亏损。

公司在4月29日公告：确定对公司的资产和债务进行全面清理。由于全面清理公司资产和债务的工作量相当大，因此无法在报告会计年度结束后的120日内编制完成1998年年度报告并在指定报纸刊登年度报告摘要。经公司申请，有关部门批准，本公司1998年年度报告摘要延期至1999年6月30日前在指定报纸上刊登，在此期间本公司股票继续交易。

为保护广大投资者的利益，在1999年上半年间，该公司多次发布临时停牌公告，预报1998年度公司将继续亏损，可能导致公司连续亏损3年，且公司已资不抵债。根据《公司法》第157条第四款规定，上市公司"最近3年连续亏损"的，由国务院证券管理部门决定暂停其股票上市。

1999年6月16日，公司发布关于股份协议转让的董事会公告，主要内容为：

（1）香港中渝实业有限公司于1998年12月31日与重庆市国有资产管理局签订协议，将其持有的重庆渝港钛白粉股份有限公司外资法人股全部转让给重庆市国有资产管理局。

（2）根据转让协议，此次转让价格为每股0元，转让股份为3 728.26万股，转让股份占重庆渝港钛白粉股份有限公司总股本的28.68%，股权性质为外资法人股转变为国有股。

（3）此次转让后，重庆渝港钛白粉股份有限公司总股本未发生变化，但重庆渝港钛白粉股份有限公司原国有股由3 728.26万股变为7 456.52万股，由占总股本的28.68%变为57.36%。

（4）此次股权转让后，公司董事、监事及高级管理人员持股数量无变动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该公司于1999年6月30日年报公告：公司1998年度亏损348 869 715.15元，按年末总股本13 000.52万股计，每股收益-2.68元，每股净资产为-2.46元。由于公司该年度出现亏损，故不进行利润分配，也不进行公积金转增股本。

本年度亏损34 887万元，加上年初未弥补亏损12 616万元，合计亏损47 503万元，留待以后年度利润弥补。

至此，该公司已经连续3年亏损且资不抵债，根据有关规定，公司普通股股票暂停交易。

（二）暂停上市，实行特别转让

1999年7月3日，《证券时报》刊登暂停该公司股票上市的公告书及股票“特别转让”的公告。

鉴于公司已连续3年亏损，根据《公司法》、《深圳证券交易所股票上市规则》之规定，该公司股票自1999年7月5日起暂停上市。该公司亏损原因有：由于渝钛白股份改制上市时，正值钛白粉工程在建时，仅靠原重庆化工厂硫酸等老产品微薄的利润难以使公司的效益过关，因而根本没有投资回报。更重要的是，钛白粉工程建设时贷款多、负债沉重，尽管钛白粉产品市场前景看好，但即使按现有规模满负荷生产和全部销售，也难以承担巨额贷款利息和折旧负担，致使公司财务状况逐年恶化，导致公司连续3年亏损。

暂停上市期间，公司非流通股的协议转让及流通股的定价收购，按照深圳证券交易所的有关规定办理，公司遵守有关信息披露规定。同时，股票暂停上市期间，公司仍履行上市公司的一切义务。

自1999年7月9日起，公司股票实行“特别转让”，实行特别转让期间公司股票简称改为“PT渝钛白”，股票代码不变；投资者在每周星期五（法定节假日除外）开市时间内申报转让委托；申报价格不得超过上一次转让价格上下5%（上一次转让价格显示在行情系统中的昨日收盘价栏目中）；每周星期五收市后对有效申报按集合竞价方法进行撮合成交，并向深交所会员发出成交回执。

在暂停上市期间，该公司股东大会通过了资产重组议案，将渝钛白截至1999年10月31日结欠中国长城资产管理公司的贷款本息计74 844.87万元和资产11 483.38万元（评估值16 768.94万元）转让给重庆化工厂，转让资产主要包括硫酸生产类固定资产、热电厂等公用工程、医院等非生产用固定资产。

2000年6月17日，董事会公告，主要内容为：

（1）重庆市国有资产管理局于1999年11月12日与中国长城资产管理公司签订协议，将其持有的公司国家股7 456.52万股无偿转让给中国长城资产管理公司。

（2）根据转让协议，本次转让价格为0元/股，转让股份为7 456.52万股，转让股份占公司股本的57.36%，股权性质为国家股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通过实行债转股，公司大大减轻了债务负担，从而为2000年度实现扭亏为盈创造了条件。

（三）恢复上市

在中国长城资产管理公司的参与下，渝钛白公司进行了重组，早在2000年年度财务报表中就实现了扭亏，并被会计师事务所审计出具了标准无保留意见的审计报告。因在宽限期内的会计年度盈利，公司根据《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》第12条的规定，"暂停上市的公司在宽限期内第一个会计年度盈利的，可以在年度报告公布后向中国证监会提出恢复上市的申请"，于2001年3月2日向中国证监会提出了恢复上市的申请并被受理。

2001年4月26日，该公司董事会公告：中国证监会正式受理了公司恢复上市的申请。根据《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》（修订前）规定，从2001年4月26日起至中国证监会做出核准或不核准本公司恢复上市之日期间内，公司股票停止特别转让服务。到11月19日，渝钛白等待批复的时间长达半年以上。渝钛白2001年上半年实现销售收入10 458万元，为年计划的50.98%，比上年同期增长26.53%。

2001年7月20日，公司中期财务会计报告再度被同一家会计师事务所——重庆天健会计师事务所出具了标准无保留意见的审计报告。此外，公司2001年中期开始进行利润分配，每10股派发现金红利0.10元（含税），用资本公积按10比2的比例转增股本。

2001年11月20日，该公司发布提示性公告，公司股票恢复上市，首日开盘参考价为11.89元，实行涨跌幅限制10%。

渝铁白从特别处理、暂停上市到恢复上市的过程，是中国证券市场退市制度逐渐完善的缩影。中国证券市场的逐渐完善，有助于鼓励理性投资和建立优胜劣汰机制。

案例提示：2009年5月6日，攀钢钢钒换股吸收合并攀渝钛业（渝钛白）、长城股份。因被攀钢钢钒吸收合并，曾引领无数重庆市民踏上股市征程的渝钛白，历经17年坎坷上市历程后，从此终止上市，淡出股民的视线——作者注。

资料来源：深圳证券交易所．关于暂停"ST渝钛白"股票上市的公告［C］．深圳：深圳证券交易所，1999-07-03.

邱贤成，赵凯，赵虎．春风唤醒渝钛白［N］．中国证券报，2001-11-19（10）.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本章基本概念

上市证券与非上市证券 主板市场与创业板市场 投资者指定交易制度与托管券商制度 现货交易与融资融券交易 证券经纪商与自营商 集合竞价与连续竞价 证券交易所与场外交易市场 做市商 柜台市场 三板市场 债券回购

复习思考题

1. 简述证券上市的含义并分析其利弊。
2. 试述证券交易所和场外交易市场的特点及主要功能。
3. 证券交易的优先原则是什么?
4. 目前我国两家证券交易所实行的证券存管制度有何区别?
5. 主板市场和创业板市场功能定位有什么区别? 上市标准有哪些区别?
6. 试论述我国代办股份转让系统的功能。
7. 什么叫竞价? 竞价有哪些方式? 集合竞价如何产生开盘价?
8. 什么是融资融券交易? 我国开展融资融券交易会对市场带来哪些影响?

学习资料推荐

你可以登录中国证券与监督管理委员会网站查阅证监会对《上海证券交易所会员管理规则》、《深圳证券交易所会员管理规则》的批复，了解上海证券交易所和深圳证券交易所各自的会员管理规则及管理权限：http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/。

你可以登录上海证券交易所和深圳证券交易所网站进一步了解这两个证券交易所的具体交易规则：http://www.sse.com.cn/sseportal/ps/zhs/fwzc/flfgk_szszxgz.shtml；http://www.szse.cn/main/rule/。

你可以登录深圳证券交易所网站了解关于创业板市场股票发行、上市交易等方面的更多信息：http://www.szse.cn/main/chinext/。

你可以到上海证券交易所网站查看《上海证券交易所债券交易实施细则》，了解债券回购交易：http://www.sse.com.cn//cs/zhs/xxfw/flgz/rules/sserules/sseruler20080926c.html。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章

证券价格与价格指数



有价证券是一种虚拟资本，本身没有任何价值，可以在市场上进行买卖，形成市场价格，其价格高低是投资者最为关心的因素之一。本章重点阐述股票价格的本质及表现形式，分析股票除权后的基准价格，阐明代表股票市场一定标准的价格水平和变动情况的股票价格指数的编制原因及方法，介绍中外著名股票价格指数。通过本章的学习，使学生理解股票价格的本质及各种表现形式，掌握股票除权后基准价格的计算方法，知晓股票价格指数的作用和计算方法，了解中外著名股票价格指数。

第一节　证券价格

一、证券价格的本质

有价证券是一种虚拟资本。所谓虚拟资本，是指以有价证券形式存在，并能给持有人带来一定收益的资本。因为：

首先，有价证券是独立于实际资本之外的一种资本存在形式，不是生产经营的物资，本身不能在生产过程中发挥作用，因而它不是真正的资本。而有价证券的代表——股票、债券，能够脱离它们原来代表的现实资本在证券市场上进行相对独立的运动，产生资本的二重化现象。因此，它们可视为虚拟资本的凭证，具有虚拟资本的性质。

其次，有价证券本身没有任何价值，仅仅是一种所有权或债权的法律证书，它代表一种经济权利。有了这个证书，在法律上，所有者就有权索取这个资本应该获得的一部分利润，并可以在市场上进行买卖，形成市场价格。虚拟资本的市场价格高低是由其所代表的现实资本具有的收益大小和一般利息率水平决定的，因此，虚拟资本的运动反映了现实

本章建议阅读资料：

1. 中国证券业协会．证券业从业资格考试统编教材——证券市场基础知识［M］．北京：中国财政经济出版社，2012.
2. 陈保华．证券投资原理［M］．上海：上海财经大学出版社，2003.
3. 邢天才，王玉霞．证券投资学［M］．大连：东北财经大学出版社，2007.
4. 刘德红．证券投资教程［M］．北京：经济管理出版社，2009.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资本的运动。

一般情况下，虚拟资本的价格总额总是大于实际资本额，其变化并不反映实际资本额的变化。

二、股票价格的种类

股票代表一定的价值量，它是投资者最为关心的因素之一。投资者总是希望花费最少的钱买到价值最高的股票。股票价值的确定形式主要有以下几种：

1. 股票的理论价格。股票的理论价格是在某一时刻股票的真正价值，也是股票的内在投资价值。计算股票的内在价值一般需要通过折现法，即把股票未来的股利收益按一定的折现率折成现值。它取决于每股所取得的股息与当时的市场利率。它与预期股息收益的大小成正比，而与市场利率成反比。其公式可表示为：

$$股票的理论价格=\frac{预期股息收益}{市场利率}$$

2. 股票的票面价格。股票的票面价格又称股票的面额，是股份公司在发行股票时所标明的每股股票的票面金额。它表明每股对公司总资本所占的比例，以及该股票持有者在股利分配时所应占有的份额。股票的票面价格是确定股票发行价格的重要参考依据，通常，股票票面价格的高低主要取决于公司的筹资总额、公司发行股票的股数、原公司股票的票面价格等因素。

3. 股票的发行价格。股票的发行价格是指股份公司在发行股票时的出售价格。根据不同公司和发行市场的不同情况，股票的发行价格也各不相同，一般主要有面额发行、折价发行和溢价发行等。股票虽然有许多种发行价格，但在一般情况下，同一种股票只能有一种发行价格。股票发行过程中究竟采用哪一种价格，主要取决于股票的票面形式、法律的有关规定、公司状况，及其他有关因素。

4. 股票的账面价格。股票的账面价格也称为股票的净值，它的含义是指股东持有的每一股份在账面上所代表的公司财产价值。其公式为：

普通股账面价格＝（公司资产净值－优先股总面值）÷普通股总股数

股票的账面价格与市场价格并不一致，一般来说，成长性股票其市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场价格往往要高于其账面价格，但对于收益率取决于公司资产净值总额的股票，其账面价格和市场价格的变动却具有一致性。股票账面价格的变动主要取决于资产总额的数量、负债总额的数量以及股票股数等项因素。

5. 股票的清算价格。股票的清算价格是指公司发生兼并、破产、分立等清算时，每股股票所代表的真实价格。从理论上讲，股票的清算价格是公司清算时的资产净值与公司股票股数的比值。但实际上由于清算费用、资产出售价格等原因，股票的清算价格不等于这一比值。通常，股票的清算价格主要取决于股票的账面价格、资产出售损益、清算费用的高低等因素。

6. 股票的市场价格。股票的市场价格即股票的交易价格，也称股票行市，是证券市场上买卖股票的价格。人们谈到的股票价格更多的是指股票的交易价格。由于股票是一种特殊商品，它的价格不是由人们的主观意志决定的，而是根据时常变动的市场供求关系形成的。当供不应求时，价格就上涨；当供过于求时，价格就下跌。影响股价的因素众多，从性质上讲，可归结为两大类，一是基本因素，二是技术因素。具体内容将在以后章节阐述。

三、股票除权及除权后价格

上市公司每年的税后盈利要按一定方式对股东进行分配，主要的分配方式有全部发放现金股息、全部派发股票股息、现金股息和股票股息搭配发放等。另外，公司为增资也会给老股东优先认股权，此时公司需要办理除息和除权手续。以上几种情况，都会使股票交易市场价格发生变动。股票交易市场在技术上有一个对股票价格进行调整修正的过程。在具体分析问题之前先要明确下面的问题。

（一）相关概念

1. 含权股：当上市公司宣布上年度有利润可供分配或有公积金转增股本方案、配股方案并准备予以实施时，则该股票就称为含权股，即意味着持有该股票就享有分红派息、股本增加的权利。

2. 宣布日：在经过股东大会审议通过后，董事会宣布在将来某个具体日期发放股息，同时向股东们宣布股权登记日。

3. 股权登记日：确认和登记交易中股票附有领取本次股息权利的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

截止日期。也就是说在该日收市前持有该股票的股东才享有分红的权利。在以前的股票有纸交易中，并不是每次交易结束后，股票持有者都到上市公司办理过户登记，所以，为了证明对上市公司享有分红权，股票持有者要在公司宣布的股权登记日予以登记，且只有在该日被记录在公司股东名册上的股票持有者，才有资格领取到上市公司分派的股息红利，登记日之后登记在册的股东则无权领取本次股息。实现股票的无纸化交易后，股权登记都通过计算机交易系统自动进行，投资者不必到上市公司或登记公司进行专门的登记，只要在登记日的收市时账户中还拥有该公司股票，股东就自动享有分红的权利。

4. 派息日：股东领取股息的时间，一般有一个时限范围。

5. 除息：当上市公司向股东分派股息时，就要在股权登记日的收盘后对股票进行除息（EX Dividend，XD）处理。也就是将股票中含有的分派股息权利予以解除。

6. 除权：当上市公司发放股票股利、公积金转增股份及对老股东按一定比例配股时，就要在股权登记日的收盘后对股票进行除权（EX Right，XR）处理。也就是将股票中含有的送红股、转增股本及配股的权利予以解除，参见图 9-1。

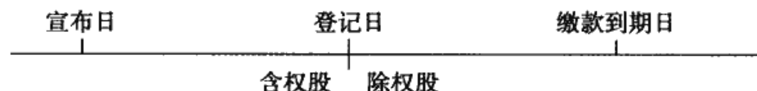


图 9-1　股票除权时间示意图

7. 除息日：也称除息基准日，是除去交易中股票领取股息权利的日期。在除息日以前买入的股票是含息股票，且即使在除息日将股票售出也不会失去这一权利。

8. 除权日：也称除权基准日，是除去交易中股票领取本次送、配股权利的日期。在除权日以前买入的股票称为含权股票，在除权日以后买入的股票称为除权股票。

（二）除权后股票的基准价格

因为在登记日收盘前拥有股票是含权的，而收盘后的次日其交易的股票将不再参加利润分配，即除权之后再购买股票的股东将不再享有分红派息的权利。所以，在股票的除权除息日，证券交易所都要计算出股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票的除权除息基准价，以作为投资者在除权除息日开盘的参考。

所谓除权除息基准价实际上是将股权登记日的收盘价予以变换。

1. 除息基准价就是登记日收盘价减去每股股票应分得的现金红利，其公式为：

除息基准价=股权登记日的收盘价-每股股票应分得的股利

2. 除权基准价就是股权登记日的收盘价格除去所含有的股权，就是除权报价。因为有送股配股之分，以及送配股和股息时间的不同，除权基准价的公式也有以下几种：

（1）无偿送股条件下：

$$\text{除权基准价}=\frac{\text{股权登记日的收盘价}}{1+\text{每股送股率}} \tag{9.1}$$

（2）有偿配股条件下：

$$\text{除权基准价}=\frac{\text{股权登记日的收盘价}+\text{配股价}\times\text{配股率}}{1+\text{每股配股率}} \tag{9.2}$$

（3）送股配股同时进行时：

$$\text{除权基准价}=\frac{\text{股权登记日的收盘价}+\text{配股价}\times\text{配股率}}{1+\text{每股送股率}+\text{每股配股率}} \tag{9.3}$$

（4）送股配股与股息分配同时进行时：

$$\text{除权基准价}=\frac{\text{股权登记日的收盘价}+\text{配股价}\times\text{配股率}-\text{每股应分的现金红利}}{1+\text{每股送股率}+\text{每股配股率}} \tag{9.4}$$

除权日的开盘价不一定等于除权基准价，除权基准价是除权日开盘价的一个参考价格。当实际开盘价及以后走势高于这一理论价格时，就称为“填权”，在册的股东即可获利；反之，当实际开盘价及以后走势低于这一理论价格时，就称为“贴权”，在册的股东将遭受损失。填权与贴权是股票除权之后的两种可能，它与整个市场的状况、上市公司的经营状况、送配的比例等多种因素有关。

【例 1】某上市公司发行在外的普通股为 8 000 万股，该公司股票股权登记日为 5 月 7 日（星期三），在股权登记日的股票收盘价为 25 元，拟订的分配方案为每 10 股送 5 股，派 2 元现金；同时每 10 股配 3 股，配股价为 5 元/股。股票除权参考价是多少元？

根据公式（9.4）：

$$\text{除权价}=\frac{25+0.3\times5-0.2}{1+0.5+0.3}=14.61\ (\text{元/股}) \tag{9.5}$$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四、债券价格

债券价格是投资者为获得债券在未来一定时期内的利息收入而在理论上支付的价格。它受未来预期现金流、期限和利率水平的影响。

1. 债券未来预期现金流。未来预期现金流是指债券到期时的总价值，包括本金、利息两部分。

2. 债券期限。对投资者而言，债券期限包括两种：一是有效期限，指债券发行日起到最终偿还日止这段时间；二是剩余期限（待偿期），指购买日到最终偿还日止的时间。前者用于计算债券的发行价格；后者用于计算债券的交易价格。

3. 利率水平。利率水平是指债券市场上为大多数买卖双方能接受的债券收益水平。

第二节 股票价格指数

由于经济、技术、市场、政治等种种因素的影响，股票价格经常处于变动之中。为了能够及时、准确地反映出这种变化趋势，世界各大金融市场都编制或参考编制股票价格指数，将某一时点上成千上万种此起彼落的股票价格表现为一个综合指标，代表该股票市场一定标准的价格水平和变动情况。

一、股价平均数

股价平均数又称股价平均，它反映股票市场上多种股票价格的一般或平均水平。股价平均数均以具体金额表示，通过不同时期股价平均数的比较，可以显示股票价格在不同时期的涨跌状态。此外，股价平均数也是编制股票价格指数的依据。其基本计算方法是：

（一）简单算术平均数

把采样股票的总价格平均分配到采样股票上，从市场上每种采样股票中拿出一股，将其收盘价格相加，再除以采样股数，得出的商便是股价平均数。其计算公式为：

$$股价平均数 = \frac{采样股票总价格}{采样股票数} = \frac{P_1 + P_2 + P_3 + \cdots + P_n}{n} = \frac{\sum_{i=1}^{n} P_i}{n} \quad (9.6)$$

【例 2】假设某股市采样的股票为 A、B、C、D 四种，在某一交易日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的收盘价分别为 10 元、15 元、25 元、30 元，计算该市场股价平均数。

$$股价平均数=\frac{10+15+25+30}{4}=20（元）$$

股价平均数一般分为当日股价平均数、6 日股价平均数和 10 日股价平均数，它们的具体计算方法是：

6 日股价平均数 =（当日股价平均数+前 5 日股价平均数）/6

10 日股价平均数 =（当日股价平均数+前 9 日股价平均数）/10

世界上第一个股票价格指数——道·琼斯股票价格平均指数在 1928 年 10 月 1 日以前就是使用简单算术平均数法计算的。简单算术平均数法的优点是计算起来简单易懂。其不足之处有两个方面：①计算时未考虑权数。例如，上述 A、B、C、D 四种股票的发行量或交易量各异，它们对股市影响也不相同。②当样本股票发生股票分割、派发红股、增资等情况时，股价平均数会发生不合理的下跌，使时间序列前后的比较发生困难。比如，如果上述 D 股票发生 1 股拆为 3 股的情况，股价势必从 30 元下降为 10 元，这里的平均数就不是按上面计算得出的 20 元，而是下跌为 15 元（这里不考虑其他影响股价变动的因素），这显然不符合平均数作为反映股价变动指标的要求，因此，出现拆股等股权变动时，平均数必须作调整。

（二）调整平均数

为克服拆股后平均数发生不合理下降的弊端，要对原数值进行修正。一般采用两种方法：调整除数，调整股价。

1. 调整除数，即把原来的除数调整为新除数。在前面的例子中除数是 4，经调整后的新除数应是：

新的除数 = 拆股后的总价格 ÷ 拆股前的平均数

= （10+15+25+10）÷20 = 3

将新的除数代入下式中，则：

股价平均数 = 拆股后的总股价 ÷ 新的除数

= （10+15+25+10）÷3 = 20（元）

这样得出的平均数与未拆股时计算的一样，股价水平也不会因拆股而变动，道·琼斯股价平均指数在发生拆股时就采用此法进行调整。

2. 调整股价，即将拆股后的股价还原成拆股前的股价。其方法是：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

设 D 股股价拆股前是 P_n，拆股后新增股份为 R，股价为 P'_n，则：

$$\text{调整股价平均数}=\frac{P_1+P_2+P_3+(1+R)\ P'_4}{n}=\frac{10+15+25+10\ (1+2)}{4}=20\ (\text{元})$$

随着市场的不断发展完善，平均数的计算也有采用几何平均法和加权平均法的。

二、股票价格指数

由于股价平均数是以具体金额表示的，从中不能看出股票价格的波动幅度。为了弥补股价平均数的这个缺点，产生了股票价格指数。最早研究股票价格指数的人是美国道·琼斯公司的创始人之一的查尔斯·亨利·道，至今已有 100 多年的历史。目前，很多国家都有专门的编制股票价格指数的机构，并形成了具有权威性的股票价格指数。

（一）股票价格指数的概念及基本公式

股票价格指数（Stock Price Index）是表明股票市场价格水平变动的相对数，它以某个时期的价格水平与另一个时期的价格水平对比为前提。作为对比基础的价格时期叫做基期，与之进行对比的价格时期叫做报告期。通常是报告期的股价与选定的基础价格相比，并将二者的比值再乘以基期的指数值，即为该报告期的股票价格指数。其基本计算方法是：

$$\text{股票价格指数}=\frac{\text{报告期股价平均水平}}{\text{基期股价平均水平}}\times 100 \qquad (9.7)$$

股票价格指数能及时全面地反映市场上股票价格水平的变动，从它的上涨或下跌可以看出股票市场价格变化的趋势，同时随着股票市场的发展，股票价格指数的作用亦更加突出，它不仅是反映股市动态情况的重要指标，也是股票投资者从事投资的不可缺少的信息，而且还成为反映一个国家或地区的政治、经济情况的“晴雨表”。因此，认真研究股票价格指数，对于投资者进行股票投资，对于政府官员、研究人员研究一个国家经济发展现状和趋势，都具有很重要的意义。

（二）股票价格指数的编制方法

世界各地的股票市场都有自己独特的价格指数，尽管这些股票价格指数各有特点，但其编制原理大致相同，主要经过如下几个步骤：

1. 选择样本股

一般机构计算股票价格指数并不是把所有上市公司的股票价格都加以平均，因为上市公司可能数量很多，并且在各自市场中的作用也不尽

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相同。全部加以计算一是工作量大，二是没有必要，一般都是选取具有代表性的较大公司的股票。这些大公司股票的市场价值占全部股票市场价值较大部分，据此计算的股票价格指数更能反映整个市场情况。

2. 确定股票价格指数的基期和基期指数值

在计算股票价格指数时需选好基期，基期应该有较好的代表性和均衡性，基期只有定得合理才有可比性。例如，道·琼斯股价平均指数是以 1928 年 10 月 1 日为基期，令基期的股票价格作为 100。

3. 采用一定的计算方法将选取的公司股票的市场价格加以平均化

计算股价平均数的方法应具有高度的适应性，能对不断变化的股市行情做出相应的调整和修正，使股票价格平均数具有较好的敏感性。

4. 确定股票价格指数

运用科学的计算公式将以后每期的平均价格都与基期平均价格进行比较，就可求出股票价格指数。

（三）股票价格指数的计算

股票价格指数计算的方法主要有四种：相对法、综合法、加权综合法、几何加权法。

1. 相对法

相对法又称平均法，就是先计算各个采样股票的相对股票价格指数，再加总求算术平均数。其计算公式为：

$$股票价格指数 = \frac{1}{n}\sum_{i=1}^{n}\frac{P_{1i}}{P_{0i}} \times 100 \qquad (9.8)$$

【例3】现假定某股市采样股取四只，四只股票的交易资料如表9-1所示。

表 9-1　采样股交易资料表

种类＼项目	市价（元）		交易量（万股）		发行量（万股）	
	基期	报告期	基期	报告期	基期	报告期
A	5	8	1 000	1 500	3 000	5 000
B	8	12	500	900	6 000	6 000
C	10	14	1 200	700	5 000	6 000
D	15	18	600	800	7 000	10 000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将表中数字代入上式，得：

$$报告期股价指数=\frac{1}{4}\left(\frac{8}{5}+\frac{12}{8}+\frac{14}{10}+\frac{18}{15}\right)\times100=\frac{5.7}{4}=142.50$$

该计算结果说明报告期的股价比基期股价上升了42.5个百分点。

2. 综合法

综合法即分别将基期和报告期的股价加总后，再用报告期股价总额与基期股价总额相比较。其计算公式为：

$$报告期股票价格指数=\frac{\sum_{i=1}^{n}P_{1i}}{\sum_{i=1}^{n}P_{0i}}\times100 \tag{9.9}$$

代入表9-1中的数字得：

$$报告期股票价格指数=\frac{8+12+14+18}{5+8+10+15}\times100=\frac{52}{38}\times100=136.80$$

即报告期的股价比基期上升了36.8个百分点。

从平均法和综合法计算的股票价格指数来看，二者都未考虑到由于各种采样股票的发行量和交易量的不相同，而对整个股市股价的影响不一样等因素，因此，计算出来的指数亦不够准确。

3. 加权综合法

为了使股票价格指数计算精确，则需要对各个样本股票的相对重要性予以加权，这个权数可以是成交股数，也可以是股票发行量；按时间划分，权数可以是基期权数，也可以是报告期权数。

以基期成交股数（或发行股数）为权数的指数称为拉氏指数，即拉斯拜尔指数（Lasplyres Index）。拉氏指数采用基期固定权数加权，当权数决定后便无须变动，计算较为方便，一般经济价格指数多采用这种方法，但当样本股变更或数量变化后，就不再适用了。

拉氏指数计算公式为：

$$报告期股票价格指数=\frac{\sum_{i=1}^{n}P_{1i}Q_{0i}}{\sum_{i=1}^{n}P_{0i}Q_{0i}}\times100 \tag{9.10}$$

式中：Q_{0i}为基期第i只股票的发行量或交易量。

以报告期成交股数（或发行股数）为权数的指数称为派氏指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(Paasche Index)。这一方法计算复杂，但是适用性较强，特别是在以发行量为权数计算股票价格指数，在发生股票分割、派送股票股息和增资配股时，一方面股价下降，另一方面股数增加，而计算期的股票市值并没有发生变化，所以不需要进行调整，虽然基期市值需要修正，但是计算相对简单。此外，派氏指数比较精确，具有很高的连续性。目前世界上大多数股票指数，包括标准普尔指数、纽约证券交易所的综合股票价格指数等都是采用以发行量为权数的派氏指数。其计算公式为：

$$\text{报告期股票价格指数} = \frac{\sum_{i=1}^{n} P_{1i}Q_{1i}}{\sum_{i=1}^{n} P_{0i}Q_{1i}} \times 100 \tag{9.11}$$

式中：Q_{1i}为报告期第 i 只股票的发行量或交易量。

以报告期交易量为权数，将表 9-1 的有关数字代入公式中，则：

$$\text{加权法指数} = \frac{8\times1\ 500+12\times900+14\times700+18\times800}{5\times1\ 500+8\times900+10\times700+15\times800}\times100 = 139.465$$

表明报告期比基期股票价格指数上升了 39.465 个百分点。由于它是加权计算的，比平均法计算出来的指数更能准确反映股票市场的价格变动情况。

4. 几何加权法

几何加权法也称费雪理想公式（Fisher's Index Formula)，是对上述两种指数的几何平均。而此公式最大的缺点是样本股票增资除权（用除权数去除增资时的拆股认购权）时，修正起来很困难，也很麻烦，因而在实际中很少被采用。其计算公式为：

$$\text{几何加权股票价格指数} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^{n} P_{1i}Q_{0i}}{\sum_{i=1}^{n} P_{0i}Q_{0i}} \times \frac{\sum_{i=1}^{n} P_{1i}Q_{1i}}{\sum_{i=1}^{n} P_{0i}Q_{1i}}} \times 100 \tag{9.12}$$

第三节　世界著名股票价格指数

一、道·琼斯股票平均价格指数

道·琼斯股票平均价格指数简称道·琼斯指数、道·琼斯股票价格平均指数，或道·琼斯指数，是世界上影响最大的股票价格指数。它是在 1884 年 7 月 3 日由道·琼斯公司创始人查理斯·道开始编制的，其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最初的股票价格平均数是根据 11 种具有代表性的铁路公司的股票，采用算术平均法编制而成的，发表在查理斯·道自己编辑出版的《每日通讯》上。以后样本股数逐渐增加，而且扩大到其他行业。目前这个平均数已经变动过四次：1897 年股票由 11 种增至 32 种，1916 年增至 40 种，1928 年增至 50 种，1958 年定为 65 种，直到今天。其所选用的代表性公司股票涉及工业、运输业、公用事业等所有重要行业。

道·琼斯股票价格平均指数共分四组，即：

1. 道·琼斯工业平均数（The Dow Jones Industrial Average）。这是由美国 30 家最有影响的大工业公司的股票组成的股票价格指数，如埃克森石油公司、通用汽车公司和美国钢铁公司等。这一价格指数基本上能反映股票市场价格变动情况，因而常为世界各大报刊、电台、电视台所引用。

2. 道·琼斯运输业平均数。计算这个平均数选用了 20 种有代表性的运输公司的股票，涉及铁路、航空、轮船等各方面。这个平均数大致上能客观地反映出运输业股票价格行情变化情况。

3. 道·琼斯公用事业平均数。计算这个平均数选取了美国 15 家公用事业公司的上市股票，如美国电力公司等。

4. 道·琼斯股票平均价格综合指数。这是由前三组合计的 65 家公司所有股票价格综合计算出来的，这一指标更能反映整个股票市场的变化情况。这个指数是以 1928 年 10 月 1 日为基期，并令基期的平均数为 100，通过和基期平均数的比较，算出以后各期的平均数。为了使道·琼斯股票价格平均指数能更好地反映出股票市场的实际情况，需要对组成平均数的一些股票经常进行调整，选用一些更具活力、更有代表性的公司股票代替那些失去代表性的公司股票。自 1928 年以来，几乎每两年就有一个新公司的股票代替老公司的股票。

二、标准普尔公司股票价格指数

标准普尔公司股票价格指数（Standard & Poor's 500 Index）是由美国最大的证券研究机构——标准普尔公司在 1923 年开始编制发布的股票价格指数。最初采样的股票有 233 种，到 1957 年扩大为 500 种，它们包括 85 个工商行业的 400 种股票，商业银行、储蓄与贷款协会、保险公司和金融公司的 40 种股票，航空公司、铁路公司和公路货运公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的20种股票，以及公用事业的40种股票，将上述500种普通股票加权平均编制成综合价格指数。

标准普尔股票价格指数以1941—1943年采样股票的平均市价作为基期，基期指数值为100，然后将所有采样股票以上市数量作权数加权平均计算。其计算公式为：

$$股票价格指数 = \frac{\sum_{i=1}^{n} P_{1i}Q_{1i}}{\sum_{i=1}^{n} P_{0i}Q_{0i}(3\text{ 年的平均数})} \times 100 \tag{9.13}$$

道·琼斯股票价格平均指数仅仅代表最大的公司的股票价格，而市场上各种股票包括上等股票、中等股票和较差的股票，股价变动并不一致，所以，道·琼斯股票价格平均指数不能充分反映股票价格变动的全貌。而标准普尔股票价格指数由于是根据纽约证券交易所中当时大约90%的普通股票价格计算出来的，具有更好的代表性，并且该指数采用加权平均法进行计算，精确度较高，具有较好的连续性，因此，比较合理地反映了股市的走势。

比较起来，道·琼斯工业股票指数对股价的短期走势具有一定的敏感性，而标准普尔混合指数用于分析股价的长期走势，则较为可靠。从对股票市场价格分析研究的角度，一些证券专家和经济学家偏向采用标准普尔指数，而从实用的角度，大多数证券公司和投资者则喜欢采用道·琼斯指数。

三、纽约证券交易所普通股票价格指数

1966年6月，纽约证券交易所开始公布它自己的普通股票价格指数。该指数的计算方法是把在纽约证券交易所交易的1 570种普通股票按价格高低分开排列起来，然后分别计算金融、运输、公用事业和工业股票四种指数。①工业股票价格指数由1 903种工业股票组成。②金融业股票指数由投资公司、储蓄贷款协会、分期付款融资公司、商业银行、保险公司和不动产等公司的223种股票组成。③运输业股票指数包括铁路、航空、轮船、汽车等公司的65种股票。④公用事业股票指数包括电报电话公司、煤气公司、电力公司和邮电公司等的189种股票组成。

该指数的计算方法和调整方法与标准普尔股票价格指数相同，不同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的只是基期的确定时间和基期指数值。该指数以 1965 年 12 月 31 日为基期，基期指数值确定为 50。该指数可以全面、及时地反映股票市场活动的综合情况，较受投资者欢迎。

四、美国纳斯达克指数

纳斯达克指数（NASDAQ Index）是反映纳斯达克证券市场行情变化的股票价格指数。

纳斯达克是美国证券交易商协会于 1968 年着手创建的自动报价系统的简称。它的特点是收集和发布场外交易市场非上市股票的证券商报价。1971 年 2 月 8 日，纳斯达克市场设立，那一天纳斯达克系统为 2 400只优质的场外交易（OTC）股票提供实时的买卖报价。在以前，这些不在主板上市的股票报价是由主要交易商和持有详细名单的经纪人公司提供的。目前，纳斯达克链接着全国 500 多家造市商的终端，形成了计算机系统中心。纳斯达克的上市公司涵盖所有新技术行业，包括软件和计算机、电信、生物技术、零售和批发贸易等，现有的上市公司有 5 200多家，已经成为全球最大的证券交易市场。纳斯达克又是全世界第一个采用电子交易的股市，它在 55 个国家和地区设有 26 万多个计算机销售终端。

纳斯达克指数的编制方法是所有在纳斯达克交易的股票的资产加权指数，以 1971 年 2 月 8 日第一个交易日为基准日，最初的基本指数值设为 100。

五、英国金融时报指数

英国金融时报指数是《金融时报》工商业普通股票平均价格指数（Financial Times Industrial Ordinary Index）的简称，它是由英国金融界著名报纸《金融时报》编制并公布的，是伦敦股票市场最权威的股票指数，采用算术平均法计算。该股票指数包括三个股票指数：①30 种股票指数；②100 种股票指数；③500 种股票指数。通常采用的金融时报指数是指第一种股票指数，它采用 30 家有代表性的工业和商业大公司股票编制而成，以灵敏反应英国股市动向著称。该指数以 1935 年 7 月 1 日作为基期，将基期指数值定为 100。

六、日经股票价格指数

日经股票价格指数又称日经道・琼斯平均股票价格指数（Nikkei

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

225 Index)，是日本经济新闻社股票平均价格指数的简称。它是由日本经济新闻社编制发布的，在日本股票市场上最具有代表性的股票价格指数。该指数开始发布于1950年9月，计算方法采用的是美国道·琼斯指数所用的修正法，当时称为“东证修正平均股价”，基期为1950年9月7日，选用在东京证券交易第一市场上市的225种股票作样本，算出修正平均股价，这些采样股票原则上是固定不变的。1975年5月1日，日本经济新闻社根据与道·琼斯公司的合同，买进道氏商标，公布日经道·琼斯平均股价。10年后合同到期，经日本经济新闻社与道·琼斯公司协商，从1985年5月1日起，日经道·琼斯平均股票价格指数改为“日经股价”或“日经平均股价”，该指数每天刊登在《日本经济新闻》上。由于该指数是从1950年开始编制并一直延续下来，具有可比性和连续性，成为分析考察日本股票市场股价变动及其趋势最常用、最可靠的指标。

七、恒生指数

恒生指数（Hang Seng Index）是由香港恒生银行于1969年11月24日开始编制并对外发布的一种股票价格指数。恒生指数从上市公司中选出有代表性的33家公司作为样本股计算对象，其中金融业4家、公用事业6家、地产业9家、其他行业14家。以1964年7月31日为基期，基期指数值为100，计算方法为修正加权综合法，即按其每天的收市价算出当天这些上市公司的总市值，再与基期的资本总市值相比，乘以100就求出当天的指数。后由于技术原因改为以1984年1月3日为基期，基期指数值为975.47。恒生指数是香港股票市场上历史最悠久的一种股票价格指数，也是反映香港政治、经济和社会状况最重要的指数。恒生指数的计算公式为：

$$\text{现时指数}=\frac{\text{现时成份股总市值}}{\text{上日收市时成份股总市值}}\times\text{上日收市指数} \tag{9.14}$$

第四节　中国股票价格指数

一、上海证券交易所股票价格指数

（一）综合指数

上海证券交易所股价综合指数简称“上证综指”，由上海证券交易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所编制，是反映上海证券市场总体走势的最常用的指数。该指数的前身是上海静安指数。1990 年上海证券交易所建立后，在上海静安指数基础上开始编制上海证券交易所综合股票价格指数。它以 1990 年 12 月 19 日为基期，基期指数为 100，该股票指数的样本为所有在上海证券交易所挂牌上市的股票（包括 A 股、B 股），其中新股在上市后的第 11 个交易日纳入股票指数的计算范围，以股票发行量为权数编制。其公式为：

$$\text{上海证券交易所股票价格指数} = \frac{\text{本日市价总值}}{\text{基日市价总值}} \times 100 \tag{9.15}$$

$$\text{市价总值} = \sum_{i=1}^{n}(P_i \times Q_i) \tag{9.16}$$

式中：P_i 为股票收盘价；Q_i 为股票发行量。

如遇股票扩股或新增时，作相应调整。其计算公式调整为：

$$\text{报告期股价指数} = \frac{\text{本日现时市价总值}}{\text{新基准市价总值}} \times 100 \tag{9.17}$$

$$\text{新基准市价总值} = \text{修正前基日市价总值} \times \frac{\text{修正前市值} + \text{市价变动额}}{\text{修正前市值}} \tag{9.18}$$

（二）成份指数

成份指数即上证 180 指数，是对原上证 30 指数进行调整和更名后产生的指数。以 1996 年 1 月至 3 月的平均流通市值为基期，基期指数定为 1 000 点，以 180 只有代表性的公司股票为成份股样本，以样本股的调整股本数为权数，并作定期调整。其公式为：

$$\text{报告期指数} = \frac{\text{报告期成份股的调整市值}}{\text{基日成份股的调整市值}} \times 1\ 000 \tag{9.19}$$

这里，调整市值 = $\sum$（市价×调整股本数），基日成份股的调整市值亦称为除数，调整股本数采用分级靠档的方法对成份股股本进行调整。根据国际惯例和专家委员会意见，上证成份指数的分级靠档方法如表 9-2 所示。比如，某股票流通股比例（流通股本/总股本）为 7%，低于 10%，则采用流通股本为权数；某股票流通比例为 35%，落在区间（30，40）内，对应的加权比例为 40%，则将总股本的 40% 作为权数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 9-2 上证成份指数的分级靠档方法

流通比例（%）	≤10	(10～20)	(20～30)	(30～40)	(40～50)	(50～60)	(60～70)	(70～80)	>80
加权比例（%）	流通比例	20	30	40	50	60	70	80	100

（三）分类指数

分类指数包括上证 A 股指数、上证 B 股指数、上证工业类指数、上证商业类指数、上证房地产业类指数、上证公用事业类指数、上证综合业类指数。分类指数反映上市公司的行业走势。

（四）基金指数和国债指数

基金指数和国债指数反映基金和国债的走势。

二、深圳证券交易所股票价格指数

（一）成份指数

1. 深证成份指数

深证成份指数简称“深成指”，由深圳证券交易所编制，反映深圳证券市场个体走势，是最常用的指数，始编于 1995 年 1 月 3 日。该指数共分三组：深证成份股指数、深证 A 股成份指数和深证 B 股成份指数。深证成份指数以 1994 年 7 月 20 日为基期，基期指数定为 1 000 点，从上市的股票中选取 40 只 A 股和 6 只 B 股作为成份股，以成份股的可流通股数为权数，利用派氏加权法进行计算，自 1995 年 1 月 23 日起正式发布。其公式为：

$$\text{深证成份股指数}=\frac{\text{报告期成份股流通市价总值}}{\text{基日成份股流通市价总值}}\times 1\,000 \qquad (9.20)$$

成份股中所有 A 股用于计算深证成份 A 股指数，所有 B 股用于计算深证成份 B 股指数。

2. 深证 100 指数

深证 100 指数选取在深交所上市的 100 只 A 股作为成份股，以成份股的可流通 A 股数为权数，采用派氏加权法编制，以 2002 年 12 月 31 日为基准日，基期指数定为 1 000 点，从 2003 年第一个交易日开始编

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

制和发布。深证100指数的编制借鉴了国际惯例，吸取了深证成份指数的编制经验，成份股选取主要考察A股上市公司流通市值和成交金额份额两项重要指标。根据市场动态跟踪和成份股稳定性的原则，深证100指数每半年调整一次成份股。

（二）综合指数

深证综合指数简称深综指，该指数于1991年4月4日开始编制发布，包括A股指数和B股指数。

深证综合指数以1991年4月3日为基期，基期指数定为100点，采用基期总股本为权数计算编制。

深证A股指数，以1991年4月3日为基日，以该日所有A股的市价总值为基期，基期指数定为100点，自1992年10月4日起正式发布。

深证B股指数，以1992年2月28日为基日，以该日所有B股的市价总值为基期，基期指数定为100点，自1992年10月6日起正式发布。

（三）分类指数

分类指数包括农林、采掘、制造、食品、纺织、木材、造纸、石化、电子、金属、机械、医药、水电、建筑、运输等行业指数。

三、中证指数有限公司及其指数

中证指数有限公司成立于2005年8月25日，是由上海证券交易所和深圳证券交易所共同出资发起设立的一家专业从事证券指数及指数衍生产品开发服务的公司。

（一）沪深300指数

沪深300指数（Shanghai Shenzhen 300 Index），简称沪深300（SHSE-SZSE300），是从上海和深圳证券交易所上市A股中选取规模大、流动性好、最具代表性的300只股票编制而成的成份股指数。该指数以2004年12月31日为基日，基点定为1 000点。指数成份股的数量为300只，全部为A股，其中沪市179只，深市121只。

沪深300指数由沪深交易所设计，并于2005年4月8日正式对外发布，上海行情使用代码为000300，深圳行情使用代码为399300。沪深300指数是沪深证券交易所联合发布的第一只跨市场指数，是反映中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国A股市场整体走势的指数。2005年9月中证指数公司成立后，沪深300指数移交中证指数公司进行管理运行。

沪深300指数的推出，丰富了市场现有的指数体系，增加了一项用于观察中国证券市场走势的指标，有利于投资者全面把握中国证券市场运行状况，并能作为投资业绩的评价标准，为指数化投资及指数衍生产品创新提供了基础条件。

沪深300指数一经推出，立即被众多机构投资者作为指数化投资的理想标的。指数推出仅4个月后，首只以沪深300指数为投资标的的嘉实沪深300指数基金就于2005年8月正式成立。2009年7月8日发行结束的华夏沪深300指数基金以247亿元成为首发规模最大的指数基金。此外，首只追踪沪深300指数的ETF——标智沪深300中国指数基金于2007年7月17日在香港联交所主板挂牌交易；2008年4月11日，日兴熊猫沪深300中国指数基金于东京交易所上市交易。中国内地证券市场发行的股票型基金中大多选用沪深300指数作为业绩基准。沪深300指数已成为中国内地证券市场中跟踪资产最多、使用广泛度最高的指数。

（二）中证规模指数

中证规模指数包括中证100指数、中证200指数、中证500指数、中证700指数、中证800指数和中证流通指数等反应沪深A股市场中不同规模特征股票的整体表现。其中，中证100指数定位于大盘指数，中证200定位于中盘指数，中证500定位于小盘指数，中证700为中小盘指数，中证800指数则由大中小盘指数构成。中证规模指数的计算方法、修正方法、调整方法与沪深300指数相同。

【案例】 “中石油”将计入上证综合指数及其分类指数

中国石油于2007年11月5日在上海证券交易所上市，根据上证指数关于新股上市后第11个交易日计入指数的规则，中国石油将于11月19日计入上证综合指数及其分类指数。

同时，由于中国石油A股发行总市值达到27 040亿元，总市值排名在沪市和沪深A股中列第一位，根据上证系列和中证系列成份指数样本股临时调整规则，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新发行 A 股股票符合样本空间条件且发行总市值排名位于沪市或沪深两市前 10 位的，启用快速进入指数的规则，在其上市第 11 个交易日进入上证 180、上证 50 以及沪深 300 等成份指数。因此，上海证券交易所和中证指数有限公司宣布，中国石油于 11 月 19 日进入上证 180、上证 50、沪深 300、中证 100、中证 800、小康指数和沪深 300 能源指数，上证 180 调出开滦股份，上证 50 调出赣粤高速，沪深 300 和中证 800 调出航天电器，中证 100 调出外运发展，小康指数调出上港集团；与此同时，中证规模指数体系中的中证 200 和中证 700 以及指数也将进行相应调整，外运发展进入这两个指数，航天电器被调出；行业指数方面，中国石油进入沪深 300 能源指数，航天电器被调出。

本次调整后，上证 180 指数的总市值覆盖率从 78.85% 提高到 84.84%，流通市值覆盖率从 68.84% 提高到 69.38%；上证 50 指数的总市值覆盖率从 67.93% 提高到 75.92%，流通市值覆盖率从 49.50% 提高到 50.45%；沪深 300 指数的总市值覆盖率从 77.97% 提高到 82.66%，流通市值覆盖率从 68.31% 提高到 68.80%；中证 100 指数的总市值覆盖率从 64.43% 提高到 71.97%，流通市值覆盖率从 47.39% 提高到 48.15%。中证 800 指数的总市值覆盖率从 87.54% 提高到 90.2%，流通市值覆盖率从 84.56% 提高到 84.79%。

资料来源：佚名．中国石油将计入上证综合指数及其分类指数 [N]．中国证券报，2007-11-06（4）．

本章基本概念

股价平均数　股票价格指数　市价总值　道·琼斯股票平均价格指数　上证综指　深成指　沪深 300 指数　含权股　股权登记日　除权　除权基准价　填权　贴权

复习思考题

1. 为什么说有价证券是一种虚拟资本？
2. 股票价值的确定形式主要有几种？简述股票价格指数的作用及意义。
3. 什么是股票价格指数？它有哪些计算方法？
4. 股价平均数与股票价格指数有何区别？
5. 国外具有代表性的股票价格指数有哪些？
6. 我国主要有哪几个股票价格指数？它们是如何编制的？
7. 在我国的指数种类中，上证 180 指数和深证 100 指数及沪深 300 指数在编制上有何特色？其编制的主要目的是什么？
8. 上海证券交易所中某上市公司以 10：3 的比例向其股东增发新股，已知该

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的增发价格为 5.78 元，同时该公司还向股东以 10∶2 的比例送出红股，如果股权登记日股票的收盘价为 33.80 元，该股票的除权价格应该为多少?

9. 根据上证指数关于新股上市后第 11 个交易日计入指数的规则，“中石油”于 2007 年 11 月 19 日计入上证综指及其分类指数以及上证 180 等成份指数。试分析大盘股上市后的走势对市场指数走势会带来什么影响。

学习资料推荐

你可以登录中证指数有限公司网站了解更多指数编制情况：http：//www.csindex.com.cn/sseportal/csiportal/indexquery.do。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资分析篇

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十章 证券投资收益与风险



收益与风险是证券投资的核心问题，通常总是收益越高风险越大，或是收益越低风险越小。因此，对不同证券、证券组合的收益率及风险度量就成了证券投资必不可少的环节。本章重点阐述证券投资收益的概念及各种计量方法，分析了股票投资收益的来源、债券投资的收益构成及影响债券收益的因素，阐述在对收益和风险进行权衡时，由于不同投资者的风险偏好不同，选择也会有不同的理念。通过本章的学习，使学生理解收益和风险的关系，掌握收益率及风险度量方法，明白无差异曲线的含义。

当投资者放弃即时的消费（或牺牲目前的消费），牺牲货币的流动性而投资于股票、债券，或其他可供投资的资产，归根到底，就是为了获得投资收益，以增加将来的财富。证券投资的收益可以分为两部分：一是当期收入，即在投资存续期获得股票的股息收入和债券的利息收入；二是资本利得，即由于证券市场上价格变动而获得的买卖证券的价差收入。

投资收益是未来的，而且一般情况下事先难以确定，很多预料不到的事件或信息都会影响证券价格，因而购买证券，尤其是购买股票，并不像银行存款那样能获得稳定的收益，即未来收益是不确定的，这样就产生了证券投资的风险。风险产生的因素是多种多样的，有投资者自身的因素，也有外界客观条件的因素。有的风险是短期内可预测的，有的风险是突发的，不可预测的；有的风险是可以回避或降低的，有的则不能。

本章建议阅读资料：

1. 朱宝宪．投资学［M］．北京：清华大学出版社，2002.
2. 陈保华．证券投资原理［M］．上海：上海财经大学出版社，2003.
3. 陈松南．投资学［M］．上海：复旦大学出版社，2002.
4. BODIE，KANE，ALAN J. Investments［M］．5th Ed. NewYork：McGraw-Hill Companies，Inc ，2002. .
5. 列维．投资学［M］．任淮秀，等，译．北京：北京大学出版社，2000.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人们在进行证券投资的时候总希望能获得最大的投资收益同时承担最小的投资风险，但事实上收益与风险是并存的，高收益必然伴随着高风险。因此，在西方经济学“理性人”的假设前提下，投资者总会在收益相同的证券投资中选择风险最低的品种，而在风险相同的证券投资中选择收益最高的品种。为了合理运用投资资金，达到风险小、收益高的投资目的，投资者必须充分了解各种证券的收益和风险情况及其度量方法。

第一节　证券投资收益

一、投资收益的概念及计量方法

（一）投资收益的概念

投资者因出让资本的使用权或所有权可能得到的货币收益有：利息、股利以及通过资产交易获得的价差收益；此外，投资者还可能得到一些资产类的收益，如红股或配股权等。有些投资的收益可能是单一的，而有些投资则可能获得多种收益，如在收到股利的同时又得到了配股权或红股等。总之，投资收益是因投资而获得的价值增加（Value Added）。

在实际生活中，经常要使用几个不同的投资收益的概念，如预期收益、实际收益、货币收益、资产收益等。由于通常是投资在前，获得收益在后，因此投资者在进行投资决策时并没有实际拿到收益，而只能对今后可能得到的收益进行估计，这种收益的概念通常被称为“预期收益”，即投资者一般根据投资合约、资产价格的变化或资产的盈利能力等有关信息，对该投资可能产生的收益进行预测或估计。实际收益是指投资者事后实际得到的投资回报，而不是可能得到的收益。

一般来讲，由于投资者无法完全控制投资收益的大小，所以，预期收益（Expected Return）在数量上一般不等于实际收益，因为大部分的投资收益带有不确定性。从投资收益的表现形式来看，投资收益有时表现为货币形式，故称为货币收益；而有时投资收益表现为非货币收益，如资产数量的增加（红股等）或资产的升值等，这种资产类收益通常要经过市场交易转换为货币收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（二）投资收益的计量方法

1. 单一证券预期收益率

通常情况下，投资的未来收益率是不确定的，因为未来收益受许多不确定因素的影响，因而是一个随机变量。为了对这种不确定的收益进行度量，我们假定收益率服从某种概率分布，把所有可能出现的投资收益率按其可能发生的概率进行加权平均计算，我们就对这一投资未来可能出现的收益率有一个综合估计，这就是预期（期望）收益率。数学中求预期（期望）收益率或收益率平均数的公式如下：

$$E(r) = \sum_{i=1}^{n} p_i r_i \tag{10.1}$$

式中：E（r）为期望收益率；p_i 为情况 i 出现的概率；r_i 为情况 i 出现时的收益率。

【例 1】表 10–1 是一个计算数学期望值的例子。计算结果表明，证券 A 的预期收益率在 10% 的可能性最大，证券 B 的预期收益率在 20% 的可能性最大。

表 10–1　　证券 A、B 预期收益率的估算

经济状况（i）	不同经济环境的概率（%）	A 可能的收益率（%）	B 可能的收益率（%）
1	10	50	40
2	20	30	50
3	40	10	20
4	20	-10	0
5	10	-30	-20
合计	100	10	20

具体计算过程如下：

$E(r_A) = 0.1\times0.5+0.2\times0.3+0.4\times0.1+0.2\times(-0.1)+0.1\times(-0.3) = 10\%$

$E(r_B) = 0.1\times0.4+0.2\times0.5+0.4\times0.2+0.2\times0+0.1\times(-0.2) = 20\%$

在实际分析中，我们经常使用历史数据来估计期望收益率：假设证券的月或年实际收益率为 r_i（i = 1，2，…，n），那么估计期望收益率的公式为：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期望收益率 $\bar{r} = \frac{1}{n}\sum_{i=1}^{n} r_i$ (10.2)

2. 证券组合的预期收益率

如果投资者不是买一种证券，而是持有多种金融资产，即形成一个资产组合（Portfolio），资产组合的收益率就等于组成资产组合的各单个证券的收益率的加权平均，其权数是各种金融资产的投资价值占资产组合总价值的比例。即：设 A_i 的收益率为 r_i（i=1，2，3，…，n），则投资组合 P=（w_1，w_2，w_3，…，w_n）的收益率为：

$$r_p = w_1 r_1 + w_2 r_2 + \cdots + w_n r_n = \sum_{i=1}^{n} w_i r_i$$

推导可得投资组合 P 的期望收益率为：

$$E(r_p) = \sum_{i=1}^{n} w_i E(r_i) \quad (10.3)$$

式中：E（r_p）为组合期望收益率；w_i 为各证券投资价值占总投资价值的比例；E（r_i）为证券 i 的收益率。

【例 2】假设某投资者将资金投资在上例的两个证券上，二者各占投资总额的一半，证券 A 的预期收益率为 10%，证券 B 的预期收益率为 20%，该投资组合的预期收益计算如下：

E（r_p）=0.5×10%+0.5×20%=15%

如果投资者调整投资比例，证券 A 的投资比例为 30%，证券 B 的投资比例为 70%，则该投资组合的预期收益为：

E（r_p）=0.3×10%+0.7×20%=17%

从例题我们发现，若想改变组合的收益率，可调整组合内的证券品种的种类，也可调整其比例，但是，也要意识到在收益发生变化的同时，组合的风险也将同时发生改变。

二、股票的投资收益

（一）股票投资收益的来源

股票的投资收益是指投资者从购入股票开始到卖出股票为止，整个持有期间内的收入，由股利收入、资本利得和公积金转增收益组成。

1. 股利收入

股利收入包括股息和红利两部分。股息是指股票持有者依据股票从股份有限公司分取的盈利，红利则是在上市公司分派股息之后按持股比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例向股东分配的剩余利润。但在概念的使用上，人们对股息和红利并不严格加以区分，只是笼统地称为股利。

股利的来源是公司的税后净利润。公司从营业收入中扣除各项成本和费用支出、应偿还的债务、应缴纳的税金，余下的即为税后净利润。我国《公司法》规定，税后净利润必须按以下顺序进行分配：①当公司的法定公积金不足以弥补上一年的亏损时，必须用当年的利润弥补亏损。②按当年税后净利润的10%提取法定公积金，公司法定公积金的累积额为注册资本的50%以上的，可不再提取。③按固定的股息率分配给优先股股东。④经股东大会同意，可以提取任意盈余公积金。⑤普通股股东根据余下的利润分取股息，其股息率则不一定是固定的；在分配了股息以后，如果上市公司还有利润可供分配，就可根据情况给普通股股东发放红利。

根据我国上市公司的信息披露管理条例，我国的上市公司必须在每个会计年度结束的120天内公布年度财务报告，且在年度报告中要公布利润分配预案，所以，上市公司的分红派息工作一般都集中在次年的二三季度进行。从国际市场上来看，上市公司实施具体分派时，其形式可以有五种：现金股利、股票股利、财产股利、负债股利和建业股利。

（1）现金股利。是指上市公司以货币形式支付给股东的股息红利，也是最普通最常见的股利形式，如每股派息多少元，就是现金股利。通常说来，现金股利分派的多少，取决于董事会对影响公司发展的诸因素的权衡，并要兼顾股东和公司二者的利益。

（2）股票股利。是指上市公司用股票的形式向股东分派的股利，通常是公司用新增发的股票或一部分库存股票作为股息，代替现金分派给股东，也就是通常所说的送红股。

（3）财产股利。是指上市公司用现金以外的其他资产向股东分派的股息和红利。它可以是上市公司持有的其他公司的有价证券，也可以是实物。当公司现金不足时，分派财产股利，可以减少公司现金支出，满足公司对现金的需要，有利于公司的发展。公司把自己的产品以优惠价格充作股息发放给投资者时，可以扩大产品的销路；当公司把自己持有的其他公司的股票用作股息，以内部转移的方式分派给股东时，也可以继续维持其控股股东的地位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（4）负债股利。是指上市公司通过建立一种负债，用债券或应付票据作为股利分派给股东。这些债券或应付票据既是公司支付的股利，又确定了股东对上市公司享有的独立债权。负债股利通常是在公司已宣布发放股利，但公司又面临现金不足、难以支付的情况下不得已采取的权宜之计。董事会往往更愿意推迟股利发放日期。

（5）建业股利。又称建设股息，是一种比较特别的股息形式。是指经营铁路、港口、水电、机场等业务的股份有限公司，由于建设周期长，不可能在短期内开展业务并获得盈利，为了筹集所需的资金，在公司章程中明确规定并获得批准后，公司可以将一部分股本作为股息返还给股东。建业股息不同于其他股息，它不是来自于公司的盈利，而是对公司未来盈利预期的分配，实质上是一种负债分配，同时，它也是无盈利无股息分配原则的一个例外。建业股息的发放有严格的法律限制，在公司开业后，必须在分配盈余前扣抵或逐年扣抵冲销。

2. 资本利得

资本利得（Capital Gain）是指投资者利用股票价格的波动，在股票市场上低买高卖以赚取差价收入。股票卖出价和买入价之间的差额即为资本利得，或称资本损益。当卖出价大于买入价时为资本收益，当卖出价小于买入价时为资本损失。虽然我国股票市场当前对资本利得不纳入征税范围，但在很多发达市场国家，买卖股票所实现的资本利得则要纳入征税收入。

3. 公积金转增股本

公积金转增股本是指上市公司以将公司的公积金转化为股本的形式赠送给股东的一种分配方式。但是，送股的资金不是来自公司当年未分配的利润，而是公司提取的公积金。公司的公积金主要来源于：①股票发行的溢价收入；②按照公司法的规定，每年从税后利润中按比例提取的法定公积金；③股东大会决议后提取的任意公积金；④接受的赠与；⑤公司经过若干年经营后的资产重估增值；⑥因合并而接受的其他公司资产净额等。其中，股票发行溢价收入是上市公司最常见、最主要的资本公积金来源。股份有限公司经股东大会决议将公积金转为资本时，按股东原有股份比例派送新股或者增加每股面值。但法定公积金转为资本时，所留存的该项公积金不得少于注册资本的25%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（二）股票收益指标

衡量股票投资收益水平的指标主要有股利收益率、持有期收益率和拆股后持有期收益率等。

1. 股利收益率

股利收益率又称获利率，是指股份有限公司以现金的形式派发给股东的股息和红利与股票市场价格的比率。其公式为：

$$股利收益率=\frac{D}{P_0}\times100\% \tag{10.4}$$

式中：D 为年现金股利；P_0 为本期买入股票价格。

【例 3】某投资者以 15 元一股的价格买入 A 公司股票，持有一年分得现金股息 2 元，则：

$$股利收益率=\frac{2}{15}\times100\%=13.33\%$$

如果投资者打算投资某种股票并长期持有，可用该股票上期实际派发的现金股利或预期本期的现金股利与当前股票价格计算，可得出预期的股利收益率，该指标对做出投资决策有一定帮助。

2. 持有期收益率

持有期收益率是指投资者持有股票期间的股利收入与买卖差价占股票买入价格的比率，它反映投资者在一定的持有期内的全部股息收入和资本利得占资本金的比率。其公式为：

$$持有期收益率=\frac{D+(P_1-P_0)}{P_0}\times100\% \tag{10.5}$$

式中：D 为年现金股利；P_0 为股票买入价格；P_1 为股票卖出价格。

【例 4】如果【例 3】中投资者在分得现金股息后，将股票以 16 元的价格卖出，则：

$$持有期收益率=\frac{2+(16-15)}{15}\times100\%=20\%$$

3. 拆股后持有期收益率

投资者在买入股票后，有时会发生该股份有限公司进行股票分割（即拆股）的情况，拆股会影响股票的市场价格和投资者的持股数量，因此，有必要在拆股后做相应的调整，以计算拆股后的持有期收益率。

$$拆股后持有期收益率=\frac{调整后的资本利得或损失+调整后的现金股息}{调整后的价格}\times100\% \tag{10.6}$$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

【例5】如果【例3】中的投资者在分得现金股利后A公司以1∶2的比例拆股。拆股决定后A公司股票的价格涨至18元一股，拆股后的每股市场价格为9元一股，若投资者以市场价格出售，则拆股后持有期收益率为：

$$拆股后持有期收益率=\frac{(9-7.5)\ +1}{7.5}\times 100\%=33.33\%$$

三、债券的投资收益

（一）债券投资的收益构成

一般情况下，债券投资的收益由三部分组成：利息收入、买卖差价以及利息再投资收益。这三部分收益在债券投资收益率分析中具有很重要的作用。

1. 所谓利息收入，是指按照债券的票面利率计算而来的收益。如果是息票累计债券，投资者将于债券到期时一次收入该债券的全部利息；如果是附息票债券，则债券持有人可以定期获得利息收入。显然，这一部分收益是确定的。

2. 买卖差价也被称做“资本利得（Capital Gain）”，是指债券投资者购买证券时所投入资金与债券偿还时（或者是未到期前卖出时）所获资金的差额。无论是零息票债券还是贴现债券，其收益都由买卖差价构成。

3. 所谓利息再投资收益，是指在附息票债券情况下，投资者将每年定期收到的利息收入再进行投资所能够获得的收益。显然，利息再投资收入具有两个特征：首先，只有附息票债券才会产生利息再投资收入，而息票累计债券和贴现债券不具有到期前的利息收入，也就不会有利息再投资收益。其次，利息再投资收益具有很大的不确定性。由于利息是投资者定期收到的，而各期的市场利率是处于变化之中而各不相同的，因此，在不同时期收到的利息的再投资收益可能是各不相同的，因而利息再投资收益具有很大的不确定性。此外，越是息票利率高的债券，越是期限长的债券，利息再投资收益就会在总收益中占有越大的比例，因而对总收益的影响程度也越大。

（二）影响债券收益率的因素

影响债券收益率的因素有很多，可把它们分为内部因素和外部因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

素。内部因素主要是债券的票面利率、价格、期限和信用级别等；外部因素主要有基础利率、市场利率和通货膨胀等。在其他因素不变的情况下，只要上述其中一个因素发生了变化，债券的收益率就会发生变化。

1. 内部因素

（1）债券的票面利率。债券的票面利率是债券发行的重要条件之一，其高低主要取决于两个因素：一是债券发行人的资信情况。一般来说，在其他因素相同的情况下，发行人的资信水平越高，债券的利率越低；资信越低，债券的利率越高。二是发行时市场利率的高低。一般来说，在不考虑发行折价策略的情况下，发行时的市场利率越高，则债券的票面利率越高；市场利率越低，发行时的票面利率越低。

（2）债券的价格。债券的价格可分为发行价格和交易价格。由于债券票面利率和实际利率有差别，所以它的发行价格往往高于或低于面值。债券价格若高于面值，则它的实际收益率将低于票面利率；反之，收益率则高于票面利率。债券的交易价格是投资者从二级市场上买卖债券的价格，其价差将直接影响到债券收益率的高低。

（3）债券的期限。在其他因素相同的情况下，债券期限越长，票面利率越高；反之，票面利率越低。除此之外，当债券价格与票面金额不一致时，期限越长，债券价格与面额的差额对收益率的影响越小。当债券以复利方式计息时，由于复利计息实际上是考虑了债券利息收入再投资所得的收益，所以债券期限越长，其收益率越高。

（4）债券的信用级别。发行债券主体的信用级别是指债券发行人按期履行合约规定的义务，足额支付利息和本金的可靠程度。一般来说，除政府发行的债券之外，其他债券都存在违约风险或信用风险。但不同的债券其信用风险不同，这种不同主要从债券的信用级别体现出来。信用级别越低的债券，其隐含的违约风险等越高，因而其票面利率相对较高。

（5）提前赎回条款。提前赎回条款是债券发行人所拥有的一种选择权，它允许债券发行人在债券到期前按约定的赎回价格部分或全部偿还债务。这种规定在财务上对发行人是有利的，因为发行人可以在市场利率降低时发行较低利率的债券，取代原先发行的利率较高的债券，从而降低融资成本。但对投资者来说，他的再投资机会受到限制，再投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利率也较低，这种风险要从价格上得到补偿。因此，具有较高提前赎回可能性的债券应具有较高的票面利率，其内在价值相对较低。

（6）税收待遇。一般来说，免税债券和税收推迟的债券具有一定的优势，其价格相应较高。因为，免税债券的到期收益率比类似的应纳税债券的到期收益率低。此外，税收还以其他方式影响着债券的价格和收益率。例如，任何一种以折扣方式出售的低利率附息债券提供的收益都有两种形式：息票利息和资本收益。在美国，这两种收入都被当做普通收入进行征税，但是对于后者的征税可以等到债券出售或到期时才进行。这种推迟就表明大额折价债券具有一定的税收利益。在其他条件相同的情况下，这种债券的税前收益率必然略低于高利附息债券。也就是说，低利附息债券比高利附息债券的内在价值要高。

（7）流动性。流动性是指债券可以随时变现的性质。这一性质使债券具有可规避由市场价格波动而导致实际价格损失的能力。如果某种债券按市价卖出很困难，持有者会因该债券的流动性差而遭受损失，这种损失包括较高的交易成本以及资本损失，这种风险必须在债券的定价中得到补偿。因此，流动性好的债券与流动性差的债券相比，具有较高的内在价值。

2. 外部因素

（1）基础利率。基础利率一般是指无风险利率。政府债券可以近似看做是无风险利率，其风险最低，因而票面利率也较低。基础利率的高低是决定债券票面利率的重要因素。其他债券在发行的时候，总要在无风险利率的基础上增加风险溢价以弥补投资者所额外承担的风险。因此，基础利率越高，债券的票面利率也会越高。

（2）市场利率。市场利率属于债券投资的机会成本。在市场利率上升时，新发行的债券其收益率也会上升，但已发行债券的市场价格会下跌，因而持有债券的投资者就会遭受损失。相反，市场利率下降时，已发行债券的市场价格就会上升，持有者会因此受益，但新发行的债券其收益率会下降。

（3）通货膨胀。通货膨胀通常是指一般物价水平的持续上升。通货膨胀的存在可能使得投资者从债券投资中所实现的收益不能弥补由于通货膨胀而造成的购买力损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（三）债券收益指标

债券投资虽然事先确定了票面利率，但债券的票面利率只是投资者名义上得到的收益率，它是指利息收入与债券面额的比例。显然，票面收益率假设债券的购买价值等同于面额，它没有考虑到买入价格可能与票面金额不一致，也没有考虑到将债券中途卖出的可能。因此，票面收益率并不能真实地反映债券投资的收益。因此，要精确地表示债券的投资收益，必须使用债券收益率指标。

1. 直接收益率

直接收益率也称当期收益率，是对票面收益率的缺陷作了部分改进而得到的，它是指利息收入与购买价格的比例。显然该收益率考虑到债券投资者的资本金可能并不等同于面额，因而用真实的购买价格取代了债券面额。直接收益率的计算公式为：

$$直期收益率=\frac{C}{P_0}\times100\% \qquad (10.7)$$

式中：C 为年利息；P_0 为债券市场价格。

【例 6】一张面额为 1 000 元的债券，票面年利率为 10%，发行价格 1 200 元，期限 5 年，则其当期收益率为：

$$直接收益率=\frac{100}{1\ 200}\times100\%=8.33\%$$

直接收益率由于容易解释和计算而受到欢迎，它反映了投资者的投资成本带来的收益。在上例中，投资者以溢价购买债券，所以收益率低于票面利率。直接收益率对那些每年从债券投资中获得一定利息收入的投资者来说很有意义。

但是，直接收益率也有不足之处，直接收益率仅仅是考虑了利息收入这一部分，它没有考虑到资本利得，即没有计算投资者买入价格和持有债券到期、按照面额偿还本金之间的差额，也没有考虑买入价格和中途卖出价格之间的差额。因此，直接收益率也不能真实地反映债券投资的收益。所以，直接收益率只对那些每年从债券投资中获得一定利息收入的投资者来说有一定的意义。

因此，真正的、有意义的、能够衡量债券投资价值的收益率必须能够克服这一缺陷，同时考虑债券投资的三个收益来源，并且用购买价格来决定债券的资本金。显然，下面两个收益率——到期收益率和持有期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益率就能够做到这两点。它们的不同之处在于，到期收益率衡量了债券持有到期（还本付息）时所能获得的收益率，而持有期收益率衡量了债券持有期内（尚未到期，投资者就中途将其卖出）所能够得到的收益率。虽然这二者在本质上是相同的，但在计算方法上稍有差别。

2. 到期收益率

到期收益率（Yield to Maturity）是指债券投资者从购买日起到债券到期日止，最后实际得到的年收益率。也可以说，到期收益率，就是使债券的剩余现金流（如果持有到期日）的总现值等于债券当前市场价格（买入价）的贴现率。它同项目评估中的内部收益率（IRR）是一个含义。计算到期收益率的意义在于，如果投资者准备以目前市价买入某种债券，并且计划持有至该债券期满，则到期收益率可作为预期收益率，并可将它与其他投资对象的收益率加以比较；如果投资者已经按某一价格买入了某一债券并已持有至期满，则到期收益率就是该债券的实际收益率。

到期收益率又可以分为单利到期收益率和复利到期收益率。

（1）单利到期收益率，适用于一次还本付息债券。对于分次付息债券，如果不考虑利息再投资因素也可以运用此收益率。它是从债券买入日到偿还日期间内所能得到的利息同偿还差异之和与投资本金的比率。其计算公式如下：

$$\text{单利到期收益率}=\frac{\text{年利息}+\dfrac{\text{面额}-\text{购入价格}}{\text{偿还年限}}}{\text{购入价格}}\times 100\% \tag{10.8}$$

【例7】某息票累计债券，票面金额为1 000元，发行价格为980元，票面利率为8%，偿还期限为5年，则该种债券的到期收益率为：

$$\text{到期收益率}=\frac{80+\dfrac{1\ 000-980}{5}}{980}\times 100\%=8.57\%$$

由【例7】可以看出，由于发行价格低于票面值，二者之差形成债券资本偿还增益，是利息以外的收益，使得认购者预期收益率高于票面利率，即8.57%>8%。

【例8】某息票累计债券，票面金额为1 000元，发行价格为1 040元，票面利率为8%，偿还期限为5年，则该种债券的到期收益率为：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

$$到期收益率=\frac{80+\frac{1\,000-1\,040}{5}}{1\,040}\times100\%=6.92\%$$

由【例8】可以看出，由于发行价格高于票面值，二者之差形成债券资本偿还亏损，它抵消部分债券收入，使得认购者预期收益率低于票面利率，即6.92%<8%。

（2）复利到期收益率是假设每期的利息收益都可以按照到期收益率进行再投资，即假设市场利率不变，到期收益率可以根据债券的不同特点，用不同的债券定价模型公式去计算。但是，计算那些有固定期限，并定期支付利息的附息票债券的到期收益率是极其繁琐的。这是因为用公式计算到期收益率时要解高阶多项式，而这相当困难。通常是采用试错法。

所谓试错法，即首先选择一个你认为最有可能的贴现率 Y，代入债券内在价值公式，然后与债券价格进行比较：如果与债券价格相等则通过，如果比债券价格大，则选择一个较高的贴现率再进行计算；如果比债券价格小，则选择一个较低的贴现率再进行计算。最后，用内插法找到一个使内在价值与债券价格相等（约等）的贴现率。

对于一年付息一次的债券来说，可用下列公式得出到期收益率：

$$P=\frac{C}{1+Y}+\frac{C}{(1+Y)^2}+\cdots+\frac{C}{(1+Y)^n}+\frac{F}{(1+Y)^n} \tag{10.9}$$

式中：P 为债券价格；C 为年利息；F 为到期价值；n 为时期数（年数）；Y 为到期收益率。

当已知 P、C、F 和 n 值时，带入上式，在计算机上用试错法便可算出 Y 的数值。

对半年付息一次的债券来说，其计算公式如下：

$$P=\frac{C/2}{1+Y/2}+\frac{C/2}{(1+Y/2)^2}+\cdots+\frac{C/2}{(1+Y/2)^{2n}}+\frac{F}{(1+Y/2)^{2n}} \tag{10.10}$$

【例9】某公司债券面值为1 000元，债券期限为5年，利息率为12%，半年支付一次利息，债券发行价格为1 100元。

要计算该债券到期收益率，先假设 $y=10\%\div2=5\%$，利用公式（10.10）解得：$P=1\,077.32\neq1\,100$。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于 1 100 > 1 077.32，说明到期收益率不是 10%，而是稍低于 10%。

令 Y = 8% ÷ 2 = 4%，继续进行试算，结果为：P = 1 162.66 ≠ 1 100。

由于 1 100<1 162.66，说明到期收益率不是 8%，而是稍高于 8%。

这一试算结果表明，该种债券的到期收益率介于 8% 与 10% 之间。于是，再利用内插法就可以计算出正确的到期收益率 Y。其计算过程如下：

先建立一个等式反映出等比关系：

$$\frac{Y-8\%}{10\%-8\%}=\frac{1\ 100-1\ 162.66}{1\ 077.32-1\ 162.66}$$

求解得：Y = 9.47%

这样就求出该债券的到期收益率为 9.47%。

3. 准到期收益率

事实上，采用试错法计算附息票债券的到期收益率是比较复杂的，这一点也可以从上例中看出。因此，在实践中，往往采用准到期收益率即按近似法来计算附息票债券的到期收益率。虽然这种计算方法并不是十分精确，但却十分简便，因而也具有较大的适用性。通常最常见的近似公式是：

$$Y_A=\frac{C+\frac{M-P_0}{N}}{\frac{P_0+M}{2}}\times 100\% \tag{10.11}$$

式中：Y_A 为准到期收益率；P_0 为债券的购买价格（可以小于、大于或等于债券票面额）；C 为年利息；M 为债券面额；N 为年限。

公式（10.11）实际上是在债券持有期内的平均收益水平，即收益利息与年平均资本利得的和去除以债券的平均投资。所以，平均收益没有考虑时间价值。我们仍然采用前面计算到期收益率的例子计算准到期收益率：

$$Y_A=\frac{120+\frac{1\ 000-1\ 100}{5}}{\frac{1\ 100+1\ 000}{2}}=9.52\%$$

很显然，准到期收益率与到期收益率之间有相当的差距。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4. 持有期收益率

持有期收益率（Holding Period Return，HPR）是指在某一特定持有期内的债券收益率，是投资者最关心的收益率。因为，在实际生活中，许多的投资者并不是在购买债券之后就一定要放到到期时兑付，往往有可能中途就卖出。如果中途将债券卖出，那么这时投资者得到的收益率就不是到期收益率，而是持有期收益率，即从购入到卖出这段持有期限里所能得到的收益率。持有期收益率和到期收益率的差别在于将来值的不同。其公式为：

$$P_{t+1}+C_{t+1}=P_t\ (1+HPR_t)$$

$$\frac{P_{t+1}+C_{t+1}}{P_t}=1+HPR_t$$

$$HPR_t=\frac{P_{t+1}-P_t+C_{t+1}}{P_t}\times 100\% \qquad (10.12)$$

式中：HPR_t为 t 期持有收益率；P_t为债券发行或购买价格；P_{t+1}为债券到期日或出卖时价格；C_{t+1}为 t 期获得的利息。

【例 10】假设某人于 1 月 1 日购买了一种债券，面值 1 000 元，30 年到期，利息率为 8%，一年付息一次，现价为 1 000 元，到期收益率为 8%。第二年的 1 月 1 日，即一年后，债券价格涨为 1 050 元，该人将债券售出。则：

$$HPR=\frac{1\ 050-1\ 000+80}{1\ 000}\times 100\%=13\%$$

该持有期正好是一整年，若持有期较长或现金流量的形式与上面不同，如附息票债券持有期超过一年，那么，公式（10.11）也要作相应的调整。当以复利方式计算债券持有期收益率时，如同计算到期收益率一样要用试错法来解决。

对同一种债券而言，因为使用不同的计算方法，可以得出不同而又非常相近的到期收益率或持有期收益率。在上面介绍的几种方法中试错法最精确但计算最复杂，近似法次之，而直接收益率法的计算法精确度最低，但使用最方便。

5. 赎回收益率

赎回是指债券的发行者在债券到期之前，提前偿还本金的行为，是债券发行人的一种权利。因为对投资者不利，所以很多债券都附有赎回

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保护条款，如果债券被赎回，发行者必须支付高于债券面额的溢价作为对投资者的补偿。赎回时溢价的多少视赎回的时间而定，一般来说赎回时间越早，赎回溢价越高。其计算公式如下：

$$P_0=\frac{C}{1+Y_{call}}+\frac{C}{(1+Y_{call})^2}+\cdots+\frac{C}{(1+Y_{call})^n}+\frac{P_{call}}{(1+Y_{call})^n} \tag{10.13}$$

或：

$$P_0=C\left[\frac{1-\frac{1}{(1+Y_{call})^n}}{Y_{call}}\right]+\frac{P_{call}}{(1+Y_{call})^n}$$

式中：Y_{call} 为赎回收益率；P_{call} 为赎回时投资者得到的金额；P_0 为债券买入价；n 为赎回年限；C 为债券年利息。

这里，同计算到期收益率一样，也需要用试错法求解。与计算到期收益率的不同之处在于：必须用回购价格取代到期日价格，用第一次回购的年限代替 n。

【例 11】有一张 30 年期，票面利率为 8%，半年付息一次的债券，市场售价为 1 150 美元。在第十年可以赎回，赎回价格为 1 100 美元。则它的可赎回收益率和到期收益率计算资料如表 10-2 所示。

表 10-2　**可赎回收益率和到期收益率的计算**

	可赎回收益率	到期收益率
利息	40	40
期数	20	60
最终支付	1 100	1 100
市场价格	1 150	1 150

根据公式（10.13）和（10.10）解得：可赎回收益率为 6.64%，到期收益率为 6.82%。

第二节　证券投资风险

一、投资风险的含义

前面章节我们已经论述了证券的本质是虚拟资本，虚拟资本的性质本身就决定了证券价格具有不确定性。

【例 12】2000—2001 年，证券市场上的投资者都知道“银广夏”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是“第一绩优股”。“银广夏”全称是广夏（银川）实业股份有限责任公司，1994 年 6 月 17 日，以“银广夏 A”为名在深圳证券交易所挂牌上市，“银广夏”的总股本为 5.05 亿股，流通股本为 2.8 亿元。公司业绩连年保持高水平基础上的高增长，根据这家上市公司 1999 年年报，每股盈利当年达到前所未有的 0.51 元；其股票价格则从 1999 年 12 月 30 日的 13.97 元先期启动，一路飙升，在 2000 年一年的时间里，股价上涨了 440%，高居沪深两市全年涨幅的第二名。许多投资者包括很多大的投资机构都重仓持有该公司股票。然而，就在大家坐等丰厚回报之时，《财经》杂志记者通过一年多的跟踪调查，在 2001 年 8 月号的《财经》杂志上，以《银广夏陷阱》为题，指出该公司经营业绩有虚假成分，并最后被中国证监会确认属实、立案侦查。该公司股票在停止交易一个月后复牌，结果是股价连跌了 15 个停板，从 32 元跌到 5 元，累计跌幅达 84%，几乎所有的投资者都损失惨重，有些上市公司或投资基金因为重仓持有该股票而使自身股价大幅下跌。

“银广夏”是投资收益不确定性的一个最典型案例。与此相反，由于运气好而意外获得高额收益的例子也比比皆是。投资者投资在先，而实际收益在后，实际收益与预期收益的偏离或者说预期收益的不确定性就是投资者面临的风险。投资收益的可能分布发散性越强，证券投资的风险越大。证券投资的风险是普遍存在的。

与证券投资相关的所有风险统称为总风险（Total Risk），总风险按照能否将其分散而分为系统风险（Systematic Risk）与非系统风险（Nonsystematic Risk）两大类。

（一）系统风险

系统风险是指由社会、政治、经济等某种全局性的因素使整个证券市场发生价格波动而造成的风险。这种风险是在企业外部发生的，是公司自身无法控制和回避的，又称不可分散风险。这类风险的主要特点：一是都由共同的因素所引起；二是影响所有证券的收益；三是不可能通过证券投资的多样化来回避或消除。系统风险的表现形式主要有宏观经济风险、购买力风险、市场风险、利率风险和汇率风险等。席卷全世界各个股市的“黑色星期一”就是一种系统风险，它曾使无数投资者蒙受了巨大损失，甚至破产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 宏观经济风险。宏观经济风险是由于宏观经济因素变化、政府经济政策变化、经济的周期性波动以及国际经济因素的变化给证券投资者可能带来的损失。

2. 通货膨胀风险（购买力风险）。当通货膨胀发生时，全部证券的真实收益也会发生变化，因此，通货膨胀风险属于系统风险。通货膨胀初期，公司的固定资产账面价值升高，存货高价售出，名义资产与名义利率上升，自然能够使公司股票的市场价格上升，同时预感到通胀压力的人们为了保值也纷纷购买股票，促使股价短暂上扬。当通胀持续一段时间后，新的生产资料价格上升，促使生产成本上升，企业利润减少，分配降低，投资者开始抛售股票，导致股票价格下降。

3. 市场风险。市场风险是指由于证券市场行情变动而引起的风险。这些行情变动可以通过股票价格指数来分析。证券市场行情变动是指由于投资者对证券看法（主要是对证券收益的预期）的变化所引起的大多数证券的价格波动。政治、经济事件会引起人们的恐慌，几只股票的下跌或上升会引起其他股票的效仿，从而带动整个股市。某个具体事件也会引起人们的关注，动摇或树立投资者的信心。显然，市场风险是属于系统风险。

4. 利率风险。当利率调整后，全部证券的价格都会有所变化，因此，利率风险属于系统风险。一般来说，利率上升，股价下跌；利率降低，股价上升。

5. 汇率风险。汇率风险是指汇率波动带来的损失。本国货币升值有利于以进口原材料为主从事生产的企业，不利于产品出口企业，从而引发这类企业的股价下跌；反之亦然。货币可自由兑换的国家会影响资本的输出入，进而影响资金的供求，影响证券价格。

（二）非系统风险

非系统风险又称公司个别风险（Firm-Specific Risk），是因个别公司、行业及特殊状况引发的风险，属可分散风险。这种类型风险的主要特点：一是由特殊因素所引起；二是仅影响某种证券的收益；三是可以通过证券投资多样化来消除或回避。非系统风险的表现形式主要有公司财务风险、经营风险、信用风险等。前面提到的“银广夏案例”就是典型的非系统风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 财务风险（融资风险、筹资风险）。它是由于公司的财务结构不合理、筹资方式不当而导致的预期收益下降带来的风险。资本结构中贷款和债券的比重小，股票的财务风险低，因为公司只有偿还债务利息后才能分配股利，公司支付较少利息或不支付利息，股东的风险小；反之则大。但举债少的公司在扩张时不如以债务为后盾的公司，毕竟自己积累资本的时间长、数量少。

2. 经营风险（营业风险）。它是由公司的决策人员与管理人员在经营管理过程中出现失误导致公司盈利水平变化而使投资者预期收益下降的风险，即与企业经营相关的风险，如外部环境、内部条件等造成公司收入变动而引起的证券收益的不确定性。

3. 信用风险（违约风险）。它是证券发行人在证券到期时无法还本付息而使证券投资者遭受损失的风险。它实际揭示了当公司财务状况不佳时出现违约和破产的可能，主要受发行人经营能力、盈利水平、事业稳定性、规模大小的影响。信用风险是债券的主要风险。

总之，系统风险强调的是对整个证券市场的影响，而非系统风险强调的是对个别证券品种的影响，二者既有区别又有联系。系统风险是由共同因素引起的，它影响所有证券的收益，无法通过证券投资多样化来消除和回避。而非系统风险是由特殊因素引起的，它影响的是某种证券的收益，可以通过证券投资的多样化来消除和回避。

二、风险的度量

（一）单一证券风险的度量

如果投资者以期望收益率为依据进行决策，那么他必须意识到他正冒着得不到期望收益率的风险，实际收益率与期望收益率会有偏差，期望收益率是使可能的实际值与预测值的平均偏差达到最小（最优）的点估计值。可能的收益率越分散，它们与期望收益率的偏离程度就越大，投资者承担的风险也就越大，因而风险的大小由未来可能收益率与期望收益率的偏离程度来反映。在数学上，随机变量取值区间的大小，即概率分布的离散程度，使用随机变量的方差或标准差表示。方差或标准差越小，说明其离散程度越小、风险越小；反之，风险越大。

方差或标准差的公式为：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

$$\sigma^2 = \sum_{i=1}^{n}[r_i - E(r)]^2 p_i \qquad (10.14)$$

式中：σ^2 为方差；E（r）为期望收益率；p_i 为情况 i 出现的概率；r_i 为情况 i 出现时的收益率；N 为可能发生的情况数；σ 为 σ^2 的平方根，称为标准差。

【例 13】根据表 10-1 中的数据计算，证券 A 的方差为 0.048，标准差为 0.2191。具体计算如下：

$$\sigma_A{}^2 = \sum_{i=1}^{n}[r_i - E(r)]^2 p_i$$

$$=10\%\ (50\%-10\%)^2+20\%\ (30\%-10\%)^2+40\%\ (0\%-10\%)^2$$
$$+20\%\ (-10\%-10\%)^2+10\%\ (-20\%-10\%)^2$$
$$=0.045$$

$$\sigma_A=\sqrt{\sigma^2}=0.2121$$

证券 B 的方差为 0.046，标准差为 0.2144。

同样，在实际投资中我们也可使用历史数据来估计方差。

（二）证券组合风险的度量

对于多个证券的组合来说，计算方差的一般化公式是：

$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^{n}\sum_{j=1}^{n} w_i w_j cov_{i,j} \qquad (10.15)$$

式中：w_i，w_j 为证券 i、j 的投资比例；σ_p^2 为组合的方差；cov_{ij} 为证券 i、j 的协方差，反映证券 i、j 的收益率变化间的相互影响程度。

由于当 i=j 时 cov（r_i，r_j）=σ_i^2，证券组合方差的一般公式也可表示为：

$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^{n} w_i^2\sigma_i^2 + \sum_{i=1}^{n}\sum_{j\neq i}^{n} w_i w_j cov_{i,j} \qquad (10.16)$$

组合的风险公式表明，证券组合的方差是各证券自身方差与它们之间协方差的加权平均，也即表明投资组合的风险取决于三个因素：①各种证券所占的比例；②各种证券的风险；③各种证券收益之间的相互关系。投资者无法改变证券自身的风险 σ_i^2，但是，投资者可以通过调整不同的投资比例 w_i^2 和选定具有不同的相互关系程度的证券$cov_{i,j}$来降低投资风险。

【例 14】某一证券组合由 15% 的 A 股票和 85% 的 B 股票组成，A、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

B 股票的标准差分别是 10% 和 30%，相关系数是 0.3，那么组合以后风险为：

$$\sigma_p^2 = w_A^2\sigma_A^2 + 2w_Aw_B\text{cov}_{AB} + w_B^2\sigma_B^2$$

$$\sigma_p^2 = 0.15^2 \times 0.1^2 + 2 \times 0.15 \times 0.85 \times 0.3 \times 0.1 \times 0.3 + 0.85^2 \times 0.3^2 = 0.067545$$
$$= 6.7545\%$$

由例题可以看出，组合的风险已经降到很低水平，比两只证券中任何一个风险都低。可见分散化的组合投资可以降低风险。

（三）系统风险的度量

系统性风险可用 β 系数来衡量。β 系数是用来测定一种证券的收益随整个证券市场收益变化程度的指标，也可用来解释一种证券的收益对市场平均收益敏感性的程度。β 系数的计算公式为：

$$\beta_i = \frac{COV(r_i r_m)}{\sigma_m^2} = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2} \qquad (10.17)$$

式中：r_i 为证券 i 收益率；r_m 为整个市场（市场组合）m 收益率；σ_{im} 为第 i 种证券收益率与市场组合 m 收益率之间的协方差。

一般来说，我们可以用股票价格指数收益率代表整个市场收益率。因为股票价格指数本身就是一种分散良好的资产组合，甚至包括了所有的上市股票，其非系统风险趋向于零，只存在系统性风险。因此，根据股票价格指数收益率计算出来的某一证券的 β 系数值的大小可以作为衡量该证券系统风险的指标。

由于系统性风险无法通过分散化投资来抵消，因而一个证券组合的 β 系数等于该证券组合中各证券 β 系数的加权平均数，权重为各证券市场价值在证券组合市价总值中所占的比重。用公式表示为：

$$\beta_p = \sum_{i=1}^{n} w_i \beta_i \qquad (10.18)$$

式中：w_i 为证券 i 在证券组合中所占的比重；β_i 为证券 i 的 β 值；β_p 为证券组合的 β 值。

利用上述公式计算出来的 β 值反映了单只证券或单个证券组合的收益率随整个市场收益率变动而变动的程度，从而也成为衡量证券或证券组合承担的系统性风险大小的一个标准。一般来说，β 值越大，系统性风险也越大。如果 β 系数大于 1，则说明单个证券或单个证券组合的系统风险大于市场证券组合；如果 β 系数小于 1，则说明单个证券或单

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个证券组合的系统风险小于市场证券组合；如果β系数等于0，则说明单个证券或单个证券组合的系统风险为0。此外，来自国外的实证研究结果表明β值的大小并不是稳定的，而是不断向1调整。也就是说β值大于1的股票，其β值会不断降低，直到接近于1，β值小于1的股票，其β值会不断上升，直到接近于1。

第三节 投资收益与风险

（一）投资收益与风险的关系

收益和风险是证券投资的核心问题，投资者的投资目的是为了获得收益，但与此同时又不可避免地面临着风险，证券投资的理论和分析始终都是围绕着如何处理这二者的关系而展开的。一般来说，风险较大的证券，收益率相对较高；反之，收益率较低的投资对象，风险相对也较小。但是，绝不能认为，风险越大，收益率就一定越高，因为我们以上分析的风险是客观存在的风险，它不包括投资者主观上的风险。如果投资者对证券投资缺乏正确的认识，盲目入市，轻信传言，追涨杀跌，操作不当等，只能得到高风险、低收益的结果。

由于投资者是投资在前，获得收益在后，因此投资者在进行投资决策时只能对今后可能得到的收益进行估计，即投资者一般根据各种资产的盈利能力、资产价格的变化等有关信息进行分析，以确定对该资产投资可能产生的收益。由于风险是收益的代价，收益是风险的补偿，因此，投资者希望得到的必要收益率应是建立在无风险利率和风险补偿基础上的。用公式表示即为：

预期收益率=无风险利率+风险补偿

这里，“无风险利率”是指把资金投资于某一没有任何风险的投资对象而能得到的利息率，这是由于放弃即期消费而应得到的时间补偿。我们把这种收益率作为一种基本收益率，再考虑各种可能出现的风险，使投资者得到应有的风险补偿（Risk Premium）。现实生活中不可能存在没有任何风险的理想证券，但可以找到某种收益变动小的证券来代替。美国短期国库券由政府发行，联邦政府有征税权和货币发行权，债券的还本付息有可靠保障，因此没有信用风险和财务风险。短期国库券期限很短，以3个月（91天）和6个月（182大）为代表，几乎没有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利率风险，只要在其发行期间没有严重通货膨胀，可以视为不附任何风险的证券。短期国库券的利率很低，它的利息可以看做是投资者牺牲目前消费，让渡货币使用权的补偿。在美国，一般把联邦政府发行的短期国库券当做无风险证券，把短期国库券利率当做无风险利率。

在短期国库券无风险利率的基础上，我们可以发现：

（1）同一种类型的债券，期限不同利率水平不同，这是对利率风险的补偿。例如，同是政府债券，它们都没有信用风险和财务风险，但长期债券的利率要高于短期债券，这是因为短期债券几乎没有利率风险，而长期债券却可能遭受市场利率变动的影响，二者之间利率的差额就是对利率风险的补偿。

（2）不同类型的债券，种类不同利率水平不同，这是对信用风险的补偿。通常政府债券的利率最低，地方政府债券利率稍高，其他依次是金融债券、企业债券。在企业债券中，信用级别高的债券利率较低，信用级别低的债券利率较高，这是因为它们的信用风险不同。

（3）在通货膨胀严重的情况下，会发行浮动利率债券。我国政府曾对3年以上国库券进行利率的保值贴补，就是对购买力风险的补偿。

（4）不同种类的证券，收益率不同，如股票的收益率一般高于债券，这是因为股票永远不还本，投资风险大，因此必须给投资者相应的风险补偿。同时，不同的股票面临的经营风险、财务风险及市场风险各不相同，因此，才会出现股票价格的升跌，股票价格的升跌是对股票投资风险的补偿。

当然，风险与收益的关系并非如此简单。证券投资除以上几种主要的风险之外，还有其他次要风险，引起风险的因素以及风险的大小程度也在不断变化之中。

（二）证券收益和风险的权衡——无差异曲线

如果有两个证券，A股票收益率为9.99%，风险为4.5%；B股票收益率为17.7%，风险为8.63%。如果让投资者在这两个股票当中进行选择，不同的投资者会有不同的选择结果，这完全取决于投资者的个人偏好。

我们用无差异曲线（Indifference Curve）来表达如何选择最合乎投资者需要的证券。所谓无差异曲线是指在一定的风险收益水平下投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对不同证券（或组合）投资的满足程度（效用）是没有区别的。无差异曲线可画在二维坐标图上，将能产生相同效用期望值的各证券（或组合）对应的收益率期望值和标准差列出，在（E（R），σ）坐标系中描出它们对应的点，并用平滑的曲线将这些点连接起来，就得到效用期望无差异曲线，也称风险收益无差异曲线。显然，在这条曲线上任意一点所对应的证券组合都能产生相等的效用期望值，亦即，对于具有相应偏好的投资者而言，这条曲线上任意一点所代表的证券组合都是没有差异的，因为它们都能产生相等的效用期望值。图 10-1 就是无差异曲线的一般形式。

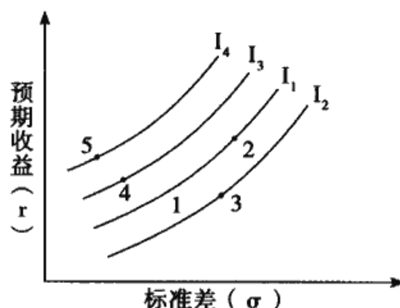


图 10-1 无差异曲线的一般形式

易于理解，既然某些证券组合能产生相同的某一效用期望值，那么也会有另一些证券组合能产生相同的另一效用期望值，即某一效用期望值对应着一些证券组合，另一效用期望值也对应于另一些证券组合。由于效用期望值可以有许多个，因此，投资者的无差异曲线也有许多条。当然，投资者会选择能提供最大效用期望值的无差异曲线，作为投资的证券组合目标。因为在风险一定的条件下，这条曲线上的证券组合可产生最大的收益期望值。

不同的投资者有不同类型的无差异曲线。愿冒风险的投资者的无差异曲线平坦，而害怕风险的投资者的无差异曲线陡峭，这是因为对愿冒险的投资者来说，只要收益有少量的提高就可弥补可能的风险损失；而对害怕风险的投资者来说，必须有收益的较大幅度提高才能促使他愿意承担较大的风险。图 10-2、图 10-3 和图 10-4 分别代表风险回避者、风险中性者和风险偏好者的不同无差异曲线。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

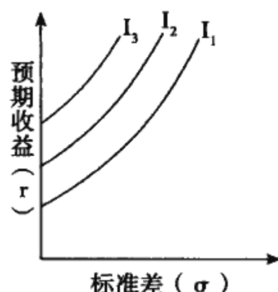


图 10-2 风险回避者无差异曲线

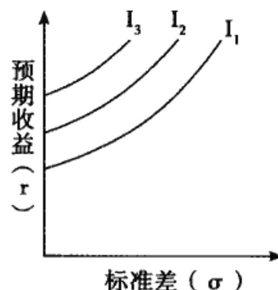


图 10-3 风险中性者无差异曲线

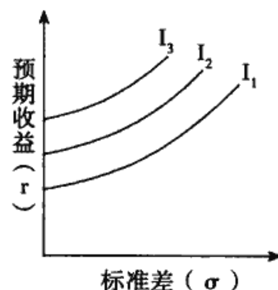


图 10-4 风险偏好者无差异曲线

现在我们运用无差异曲线来分析上例中投资者对 A 股票和 B 股票的选择。现假设有 X、Y、Z 三位投资者，由于三人对风险的态度不同，无差异曲线斜率不同，对两种股票的选择也有所不同。投资者 X 是最不愿意冒险的人，他认为 B 股票的收益不足以弥补它高于 A 股票的风险，他选择 A 股票作为投资对象。投资者 Y 是不愿冒较大风险的人，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他认为 B 股票较高的收益正好抵补了其较高的风险，在他看来 B 股票与 A 股票没有差别。投资者 Z 是极愿冒风险的人，他愿意为 B 股票的较高收益去承担它较高的风险，所以他选样 B 股票。

总之，不同投资者对风险的态度不同，对收益与风险之间替代关系的权衡结果不同，对投资对象的偏好选择也会不同。

本章基本概念

直接收益率　到期收益率　系统风险　非系统风险　市场风险　利率风险　信用风险　无风险利率　无差异曲线

复习思考题

1. 简要分析投资收益与风险的关系。
2. 证券投资的风险有哪几种？如何避免风险？
3. 股票投资收益由几部分构成？股票收益率如何计算？
4. 债券的收益包括哪些内容？影响债券收益率的主要因素是什么？
5. 债券投资收益率如何计算？
6. 单一证券风险如何衡量？
7. 组合证券风险如何衡量？
8. 什么是 β 系数？它衡量证券投资的什么风险？它与标准差有什么区别？
9. 什么是投资者的无差异曲线？有什么特点？

学习资料推荐

你可以登录中国证券投资者保护网了解中国证券投资者保护基金公司在非法发行、非法咨询、非法委托等方面提供的“风险提示”服务：http://www.sipf.com.cn/NewCH/fxts/index.shtml。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十一章

证券内在价值分析



证券投资分析的目的是希望找出具有投资潜力的证券即未来价格会上升的证券。本章主要阐述证券估值的各种模型，目的是为了寻找内在价值高于市场价格、未来价格会上升的证券。通过本章的学习，使学生掌握股票红利贴现现金流模型、市盈率模型，债券定价原理及模型，投资基金价格决定，以及衍生工具的内在价值分析模型。

一般来说，投资者在购买证券之前，都要评估一下证券的价值，也就是要准确掌握自己可能买卖的证券的内在价值，然后，同市场价格相比看其证券是否具有投资价值。如果证券内在价值大于市场价格，就说明该证券市场价格被低估，具有很大的上涨潜力，可以考虑买进；如果证券内在价值小于市场价格，就说明该证券市场价格被高估，具有下跌的可能性，可以考虑卖出。证券价值评估的一般过程见图 11-1。

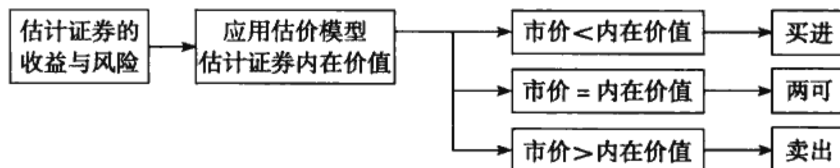


图 11-1 证券价值评估的一般过程

图 11-1 就是证券价值评估的一般过程。估价评估的核心环节是估

本章建议阅读资料：

1. 列维．投资学［M］．任淮秀，等，译．北京：北京大学出版社，2000.
2. 斯特朗 L A. 衍生产品概论［M］．王振山，等，译．大连：东北财经大学出版社，2005.
3. 路透．金融衍生工具导论［M］．北京：北京大学出版社，2001.
4. 中国证券业协会．证券业从业资格考试统编教材——证券投资分析［M］．北京：中国财政经济出版社，2012.
5. 中国证券业协会．证券业从业资格考试统编教材——证券投资基金［M］．北京：中国财政经济出版社，2012

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

计证券的内在价值，也就是说，必须把考虑了所有收益与风险情况下某证券的内在价值具体化、数量化。关于收益和风险的度量我们已在前面章节阐述，本章将具体介绍各种证券内在价值的估价模型。

第一节 股票内在价值分析

股票投资不同于有固定利息和期限的债券投资，对于股票投资者而言，持有股票便具有在未来的一定时期内获得收入的权利，所以股票的内在价值取决于它未来能带来的货币收入流量。持有证券所获得的货币收入流量越大，证券内在价值就越高；反之，证券内在价值就越低。由于证券的货币收入流量是将来的，并且尚未实现，所以投资者在投资某种股票时，只能根据该公司过去的财务状况和未来的盈利水平及成长性进行分析，并同证券市场上其他投资机会的收益水平进行比较，在充分估计股票投资可能给投资者带来的各种收益和必须承担的各种风险的基础上，利用各种估价模型把股票的投资价值具体化、数量化，以便分析比较目前股票的市场价格是否合理。常见的普通股估价方法有贴现现金流估价法、市盈率估价法及每股净值估价法等。

一、贴现现金流估价法

贴现现金流模型是运用收入的资本化定价方法来决定普通股票的内在价值的。按照收入的资本化定价方法，任何资产的内在价值都是由拥有这种资产的投资者在未来时期中所接受的现金流决定的。由于现金流是未来时期收益的预期值，因此必须按照一定的贴现率返为现值，对于股票来说，这种预期的现金流即在未来时期预期支付的股利。也就是说，一种资产的内在价值等于预期现金流的贴现值。从理论上来说，投资者期望报酬率即贴现率可通过证券市场线求得。该证券市场线显示了个别证券或投资组合的期望报酬与其风险的关系（本书第十四章讲解）。显然，某种股票的投资风险越大，贴现率就应越高；反之，就应越小。遵循由简单到复杂的逻辑规律，我们先设定一系列的假设条件，从最简单的股票价值模型开始讨论。

（一）贴现现金流基本模型（无限期持有）

一种资产的内在价值等于预期现金流的贴现值。对股票而言，假设投资者无限期持有股票，那么，股利就是投资者所能获取的唯一现金流

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量，预期现金流即为预期未来各期所能获得的股息。因此，贴现现金流模型的一般公式如下：

$$V=\frac{D_1}{1+k}+\frac{D_2}{(1+k)^2}+\frac{D_3}{(1+k)^3}+\cdots+\frac{D_\infty}{(1+k)^\infty}$$

$$V=\sum_{t=1}^{\infty}\frac{D_t}{(1+k)^t} \tag{11.1}$$

式中：D_t 为在未来时期以现金形式表示的每股股利；k 为在一定风险程度下投资者的期望报酬率（现金流的合适的贴现率）；V 为股票的内在价值。

式（11.1）说明股票的价格应该等于所有各期的预期红利的折现值的加总。这是一个具有一般性的基本模型，也被称为红利折现模型（Dividend Discount Model，DDM），以后对各种模型的分析都是在此基础上进行的。

（二）零增长模型

现在我们假定未来每期期末支付的股利的增长率等于 0，且持有时间无限长，即 $D_1=D_2=\cdots=D_n$，且 $n\rightarrow\infty$。则由现金流模型的一般公式（11.1）推导得：

又因所以，上述公式可归结为：

$$V=\sum_{t=1}^{\infty}\frac{D_t}{(1+k)^t}$$

$$=1-\frac{D_1}{(1+k)}\cdot\frac{1-\frac{1}{(1+k)^\infty}}{1-\frac{1}{(1+k)}}$$

$$=\frac{D_1}{k}\left[1-\frac{1}{(1+k)^\infty}\right]$$

又因$\frac{1}{(1+k)^\infty}\rightarrow 0$，所以，上述公式可归结为：

$$V=\frac{D_1}{k} \tag{11.2}$$

可见，股票的理论价格为每股股息除以市场利率。

【例 1】某证券投资者在年初预测东方公司股票每年年末的股息均为 2 元，而折现率为 11%，则该年年初股票投资价值为：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

$$V=\frac{2}{11\%}=18.18（元）$$

如果该公司股票在市场上的交易价格为16元，可认为该公司股票价格被低估，低估值为2.18元，因此，应该买入此股票。

现在如果我们将折现率改为8%，年股息收益不变，则该股票的投资价值为：

$$V=\frac{2}{8\%}=25\%$$

这说明市场利率下降，致使该股票内在价值上升。

由于普通股的股利不可能一直不变，因此，这一模型应用并不太广，只是在股利政策比较稳定的普通股估价和优先股分析中采用。

（三）固定增长模型

如果我们假设公司每年分发红利，且股息永远按一固定不变的比率增长，就可以建立固定增长模型。现在我们假设股息每年的增长率为g，则：时期t的股息为 $D_t=D_{t-1}(1+g)=D_0(1+g)^t$。

将 $D_t=D_0(1+g)^t$ 代入现金流贴现模型（11.1）式中，可得：

$$V=\sum_{t=1}^{\infty}D_0\frac{(1+g)^t}{(1+k)^t}=D_0\sum_{t=1}^{\infty}\frac{(1+g)^t}{(1+k)^t}$$

运用数学中无穷级数的性质，如果 $g<k$，可得：

$$\sum_{t=1}^{\infty}\frac{(1+g)^t}{(1+k)^t}=\frac{1+g}{k-g}$$

从而，得出固定增长模型：

$$V=\frac{D_0(1+g)}{k-g}$$

又因为 $D_1=D_0(1+g)$ 所以，

$$V=\frac{D_1}{k-g} \qquad (11.3)$$

（11.3）式就是被广泛运用的股利估价模型，又称高登（Myron J. Gorden）模型。

【例2】东方公司支付每股股息为2元，预计在未来的日子里该公司股票的股息按每年5%的速率增长，假定必要收益率是11%，根据固定增长模型（11.3）式可知，该公司股票的价值为：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

$$V=\frac{2\ (1+5\%)}{11\%-5\%}=\frac{2.1}{6\%}=35\ (元)$$

如果当前每股股票价格是 32 元，因此股票被低估 3 元，投资者应该考虑买入该股票。

（四）可变增长模型

零增长模型和固定增长模型都对股息的增长率进行了一定的假设。事实上，股息的增长率是变化不定的。因此，零增长模型和固定增长模型并不能很好地在现实中对股票的价值进行评估。下面，我们释放假设条件，主要对可变增长模型中的二元增长模型进行介绍。

在可变增长模型（Multiple Growth Model）中，股利在某一特定时期内（从现在到 T 的时期内）没有特定的模式可以观测或者说其变动比率是需要逐年预测的，并不遵循严格的等比关系。过了这一特定时期后，股利的变动将遵循不变增长原则。这样，股利现金流量就被分为两部分：

第一部分是从 t=0 到 t=T 时间内的所有预期股利流量现值（用 T-表示）。

$$V_{T-}=\sum_{t=1}^{T}\frac{D_t}{(1+k)^t}$$

第二部分是 T 时期以后所有股利流量的现值，因为设定这部分股利变动遵循不变增长原则，用 D_T 代替 D_0 代入公式（11.3），得：

$$V_T=\frac{D_{T+1}}{k-g}$$

需注意的是，V_T 得到的现值仅是 t=T 时点上的现值，要得到 t=0 时点的现值，还需要对 V_T 进一步贴现。用 V_{T+} 表示：

$$V_{T+}=\frac{D_{T+1}}{k-g}\times\frac{1}{(1+k)^T}$$

将两部分现金流现值加总，即为股票的内在价值：

$$V=V_{T-}+V_{T+}=\sum_{t=1}^{T}\frac{D_t}{(1+k)^t}+\frac{D_{T+1}}{k-g}\times\frac{1}{(1+k)^T} \tag{11.4}$$

公式（11.4）要比前几个模型更接近现实。

从本质上来说，零增长模型和固定增长模型都可以看做是固定增长模型的特例。例如，在二元增长模型中，当两个阶段的股息增长率都为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

零时，二元增长模型就是零增长模型；当两个阶段的股息增长率相等但不为零时，二元增长模型就是固定增长模型。

相对于零增长模型和固定增长模型而言，二元增长模型较为接近实际情况。然而，对于股票的增长形态，我们可以给予更细的分析，以更贴近实际情况。与二元增长模型相类似，我们还可以建立三元等多元增长模型，其原理、方法和应用方式与二元增长模型差不多，证券分析者可以根据自己的实际需要加以考虑。

【例 3】东方公司上一年支付每股股息为 0.45 元，本年预期每股支付 0.1 元股息，第二年每股支付 0.9 元股息，第三年每股支付 0.6 元股息，从第 4 年以后预计在未来的日子里该公司股票的股息按每年 8% 的速率增长，假定必要收益率是 11%。

要求：给该公司估值；如果该公司股票市场价格为 18 元，是否值得投资？

根据可变增长模型（11.4）式可知，该公司股票的价值为：

$$
\begin{aligned}
V &= V_{T-} + V_{T+} \\
&= \left[\frac{0.1}{(1+11\%)^1}+\frac{0.9}{(1+11\%)^2}+\frac{0.6}{(1+11\%)^3}\right]+\left[\frac{0.6}{11\%-8\%}\times\frac{1}{(1+11\%)^3}\right] \\
&= 1.259+15.794 \\
&= 17.053\ (\text{元})
\end{aligned}
$$

分析：该股票市价为 18 元，高于内在价值 17.053 元，所以，不值得投资。

（五）有限期持有股价评估模型

在现实环境下，股票往往不是永久持有，而是有限期持有，因此，在有限期持有情况下，股票内在价值可以在公式（11.1）基础上进行修正，评估模型为：

$$
\begin{aligned}
V &= \frac{D_1}{(1+k)^1}+\frac{D_2}{(1+k)^2}+\cdots+\frac{D_n}{(1+k)^n}+\frac{P}{(1+k)^n} \\
&= \sum_{t=1}^{n}\frac{D_t}{(1+K)^t}+\frac{P}{(1+K)^n} \qquad (11.5)
\end{aligned}
$$

贴现现金流模型只考虑了股息收入，实际上股票投资与债券投资不同，股票投资意味着对公司的所有权，没有分红的收益仍然属于股东所有，所以，贴现现金流模型有缺点，另外该模型也没有考虑资本利得给

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者带来的收益。

贴现现金流模型还有因由未分配盈余产生股利，配股增资后股利实质增加等几种情况发生的变形，但它的基本原理不变，理解也不困难，因篇幅所限，不在此介绍了。

二、市盈率估价法

（一）市盈率的概念

市盈率（Price To Earnings Ratio，P/E）又称本益比，它是每股价格与每股收益（Earnings Per Share，EPS）之间的比率，其计算公式为：

$$\text{市盈率}=\frac{\text{每股价格}}{\text{每股收益}} \tag{11.6}$$

市盈率一直是投资者进行中长期投资的选股指标。

（二）市盈率估价法

市盈率估价法也称每股盈余估价法，是一种相对估价法。其公式为：

$$\text{每股价格}=\text{市盈率}\times\text{每股收益} \tag{11.7}$$

式中："市盈率"为可比市盈率或基准市盈率；"每股收益"为被评估公司预期下一年度可维持的每股收益。

对可比市盈率的选择可以采用市场平均市盈率、行业平均市盈率或同类公司平均市盈率等。

如果我们能分别估计出股票的市盈率和每股收益，那么我们就能间接地由（11.7）公式估计出股票价格。这种评价股票价格的方法，就是"市盈率估价法"。

三、每股净值估价法

许多稳健的投资者在进行股票投资时，常分析股票的每股净值，即分析每一股股票所代表的公司的净资产有多少。股票的每股净值是从公司的财务报表中计算出来的。每股净值的计算，通常是用公司的资产总额减去公司的负债总额，得到资产净值总额，再除以普通股股数，即得每股净值——每股账面价值（Bookvalue）。由于净资产总额是属于股东全体所有的，因此也称为股东权益。为了充分衡量股价的合理性，一般以每股股票的市场价格与每股股票资产净值的倍数作为衡量股票投资价值的指标。估价公式为：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股价净资产倍率=股票市价/每股净资产

股票的市价是指在股票流通市场上，每种股票的现时交易价格。这个公式表明：股票的市价是股票净资产的倍数，也称市净率（P/B）。倍数越高，则表示投资价值越低；倍数越低，则表示投资价值越高。投资者一般把净资产倍率高的股票卖出，而买进净资产倍率低的股票。同时，投资者也可以计算上市股票的平均净资产倍率，对各个不同时期的平均净资产倍率进行比较，以判断现今股票市场价格是处于较高或较低的水平，从而决定是买进或卖出所持股票。因此，平均净资产倍率是分析股票市场股价水平的重要指标。而某种股票的净资产倍率则能反映此种股票的投资价值的高低。

除此之外，还有很多估价方法，本书中就不一一介绍了。

第二节 债券内在价值分析

一、债券的内在价值评估

（一）假设条件

债券投资是投资人以某种价格买入一定量的债券，所获得的是债券发行人对未来特定时期内向投资人支付一定量的现金流的承诺。然而，由于影响债券价格的各种因素的存在，特别是信用风险和通货膨胀的存在，使债券合约当中事先约定的本息支付及约定支付金额的购买力，存在着某种程度的不确定性，这给债券估价带来了一定的难度。

为简化评估工作，在评估债券基本价值之前，我们先假定各种债券的名义和实际支付金额都是确定的，尤其是假定通货膨胀的幅度可以精确地预测出来，从而使我们对债券的估价工作可以集中于时间的影响上。在这一假定的基础上，再考虑债券估价的其他因素。下面我们就来分析债券估价的时间因素。

（二）债券内在价值评估模型

债券的价格等于来自债券的预期货币收入的现值。

1. 一年付息一次附息债券的估价公式

附息债券是市场上最典型的债券，即固定利率、每年计算并支付利息、到期归还本金。对于按期付息的附息债券来说，其预期货币收入有两个来源：到期日前定期支付的息票利息和票面额。其必要收益率也可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

参照可比债券确定。其价格决定公式为：

$$V=\frac{C}{(1+r)^1}+\frac{C}{(1+r)^2}+\cdots+\frac{C}{(1+r)^n}+\frac{M}{(1+r)^n}$$

$$=\sum_{t=1}^{n}\frac{C}{(1+r)^t}+\frac{M}{(1+r)^n} \quad (11.8)$$

式中：M 为债券面值；C 为年利息；r 为贴现率；n 为持有年限。

【例 4】有一张票面价值为 1 000 元、10 年期 10% 息票的债券，每年付息一次，假设其必要收益率为 12%。

问：它的价值应为多少？

解：

$$V=\sum_{t=1}^{10}\frac{100}{(1+12\%)^t}+\frac{1\ 000}{(1+12\%)^{10}}$$

$$=100\times5.6502+1\ 000\times0.322$$

$$=887.02\text{（元）}$$

当每期利息收入相同时，公式可以转化为如下形式：

$$V=C\left[\frac{1-\frac{1}{(1+r)^n}}{r}\right]+\frac{M}{(1+r)^n} \quad (11.9)$$

2. 半年付息一次附息债券的估价公式

对于半年付息一次的债券来说，由于每年会有两次利息支付，因此，在计算其价格时，要对公式（11.9）进行修改。第一，年利率要被每年利息支付的次数除，即由于每半年收到一次利息，年利率要除以 2。第二，时期数要乘以每年支付利息的次数。用公式表示如下：

$$V=\sum_{t=1}^{2n}\frac{C/2}{(1+r/2)^t}+\frac{M}{(1+r/2)^{2n}} \quad (11.10)$$

或改写为：

$$V=\frac{C}{2}\left[\frac{1-\frac{1}{(1+r/2)^{2n}}}{r/2}\right]+\frac{M}{(1+r/2)^{2n}} \quad (11.11)$$

以【例 4】为例，若一年支付两次利息，则债券价值为：

$$V=\frac{100}{2}\left[\frac{1-\frac{1}{(1+12\%/2)^{2\times10}}}{12\%/2}\right]+\frac{1\ 000}{(1+12\%/2)^{2\times10}}$$

$$=885.30\text{（元）}$$

可见，一年支付一次利息，债券价值为 887.02 元；一年支付两次

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利息，债券价值为885.30元。由此可以看出，债券价值大小受两个因素影响：

第一，利息支付的频率。每半年支付一次利息要比一次付息更有价值，因为现金流量发生的时间提前了。

第二，年折现率的大小。一年支付两次利息、年折现率的一半如本例中的折现率为0.12÷2=0.06，作为每半年现金流量的折现率会使年折现率增大。因为有效年利率为：

$$\left(1+\frac{0.12}{2}\right)^{1\times2}-1=0.1236$$

3. 息票累计债券的定价模型

我国发行过息票累计债券，即到期一次性还本付息债券。对于息票累计债券来说，其预期货币收入是期末一次性支付的利息和本金，必要收益率可参照可比债券得出。其价格决定公式为：

$$V=\frac{(1+in)\ M}{(1+r)^{n}} \tag{11.12}$$

【例5】我国政府发行3年期政府债券，票面金额为1 000元，票面利率为5%，到期一次性还本付息。

问：如果市场利率下降到了3%，该债券的价格应为多少?

解：

$$V=\frac{1\ 000\times5\%\times3+1\ 000}{(1+3\%)^{3}}=1\ 052.41\text{（元）}$$

4. 零息债券

零息债券也称贴现债券，也属于息票累计债券，只不过付息是在债券发行的时候，还本是在债券到期之时按面值偿还，所以可把面值视为零息债券到期的本息和。参照上述息票累计债券的估价公式可计算出零息债券的价格。

$$V=\frac{M}{(1+r)^{n}} \tag{11.13}$$

【例6】零息债券在到期日的价值为1 000元，偿还期为10年。如果投资者要求得到15%的收益率，那么零息债券价值为：

$$V=\frac{1\ 000}{(1+0.15)^{10}}=\frac{1\ 000}{32.919}=247.18\text{（元）}$$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5. 永久性债券或优先股

永久性债券或优先股的价格计算公式相对简单：

$$V=\frac{C}{r} \tag{11.14}$$

【例7】某政府发行永久性公债，票面价值为1 000元，票面利率为6%，折现率为9%，则该债券的价值为：

$$V=\frac{C}{r}=\frac{60}{9\%}=666.67\text{（元）}$$

从以上分析可以看出，对债券进行内在价值评估时关键在于给定合理的折现率，即投资者要求的必要收益率。折现率合理才能给债券公平定价。

合理的折现率是由市场唯一确定的，它反映了投资者所要求得到的最小年收益率，投资者要求的收益率包括无风险利率、通货膨胀率和风险溢价（Yield Spread）。

二、债券的定价原理

从债券定价模型我们知道，引起债券市场价格不断波动的主要原因是市场利率的变动。但是，当市场利率发生变动时，不同债券对市场利率变化的反应程度不尽相同。马奇尔（Burfan G. Malkiel）在研究了债券价格与息票利率、到期期限和到期收益率之间的关系后，得出了债券价格波动的五条规律，即马奇尔的债券价格五大定理。其内容为：

1. 如果一种债券的市场价格上涨，则其到期收益率必然下降；反之，如果债券的市场价格下降，则其到期收益率必然提高。

【例8】一张债券面值为1 000元，年利息为80元，期限为5年。根据公式（11.9），当市场价格为1 000元时，债券到期收益率为8%，当市场价格上涨到1 100元时，则到期收益率为5.65%；当市场价格下降到900元时，则到期收益率为10.68%。

2. 如果债券的收益率在整个期限内没有发生变化，则价格折扣或升水会随着到期日的接近而减少，或说其价格日益接近面值。

【例9】一张债券面值为1 000元，年利息为60元，期限为5年，到期收益率为9%。如果债券的到期收益率在整个期限内没有变化，则其价格折扣或升水随着到期日的接近而以一个不断增加的比率（与面值之比）减少。参见表11-1中（2）项。

3. 如果一种债券的收益率在整个期限内没有变化，则其价格折扣

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或升水会随着债券期限的缩短而以一个不断增加的比率减少。参见表 11-1 中（3）项。

表 11-1　债券的到期时间、市场价格、价格折扣、价格变化比较表

（1）到期时间 n	（2）市场价格 P	（3）价格折扣 M-P	（4）价格变化 $P_{n-1}-P_n$
5	883.31	116.69	
4	902.81	97.19	19.5
3	924.06	75.94	21.25
2	947.23	52.77	23.17
1	972.48	27.52	25.25

4. 债券收益率的下降会引起债券价格的上升，且上升幅度要超过债券收益率以相同幅度上升时所引起的债券价格下跌的幅度。

【例 10】一张债券面值为 1 000 元，年利息为 70 元，期限为 5 年。根据公式（11.9），当到期收益率下降为 6% 时，市场价格上升为 1 042.12元，上升 4.212%，当债券到期收益率上升为 8% 时，市场价格下降为 960.07 元，下降了 3.993%。

5. 如果债券的息票利率越高，则因其收益率变动而引起的债券价格变动的百分比就会越小。

【例 11】市场上有两个债券 A、B，到期收益率相同，都是 r = 7%。A 债券面值为 1 000 元，年利息为 90 元，期限为 5 年，市场价格为 P=1 082 元；B 债券面值为 1 000 元，年利息为 70 元，期限为 5 年，市场价格为 P=1 000 元。当两个债券的到期收益率上升到 r =8% 时，根据公式（11.9），它们的价格都下降了，A 为 1 039.93 元，B 为 960.07 元，分别下降了 42.07 元和 39.93 元，为原价格的 3.889% 和 3.993%。

第三节　投资基金内在价值分析

一、封闭式基金的价格决定

封闭式基金最为显著的特点是发行后基金份额不再发生变化，投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者如果想增加或减少持有的基金份额，只能从其他投资者手中买入或卖出。因此，封闭式基金的价格决定可以利用普通股票的价格决定公式进行计算。封闭式基金的交易价格主要受到六个方面的影响：基金资产净值、市场供求关系、宏观经济状况、证券市场状况、基金管理人的管理水平以及政府有关基金的政策。

二、开放式基金的价格决定

开放式基金最显著的特点是基金的发行总额是变动的，投资者如果想增加或减少持有的基金份额可以随时向发行人申请认购、申购或赎回。

认购是指在开放式基金募集期内，投资者向基金管理人购买基金份额的行为。

申购是指在开放式基金开放日，投资者向基金管理人购买基金份额的行为。

赎回是指在开放式基金开放日，投资者向基金管理人卖出基金份额收回投资的行为。

开放式基金管理公司与基金投资者之间是直接买卖关系，基金价格形成原理不同于股票，不存在供求关系的影响，开放式基金的价格主要由单位净资产值加上购买或赎回手续费形成。

开放式基金认购份额用公式表示为：

$$认购份额=\frac{认购金额}{基金单位面值\times(1+认购费率)} \tag{11.15}$$

【例 12】某投资者在某开放式基金募集期认购 1 000 元基金，该基金面值 1 元，认购费率 1.2%，则认购份额为：

认购份额=1 000÷（1+1.2%）=988.14（份）

开放式基金申购份额用公式表示为：

申购价格=基金单位资产净值×（1+申购费率）

申购份额=申购金额÷申购价格 （11.16）

赎回价格 =基金单位资产净值×（1−赎回费率）

赎回金额=赎回单位数×赎回价格 （11.17）

【例 13】根据德盛小盘精选证券投资基金的资料，进行相关计算，见表 11-2。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 11-2　　德盛小盘精选证券投资基金资料

基金名称	德盛小盘精选证券投资基金	
基金类型	契约型开放式	
基金风格	积极成长型	
基金管理人	国联安基金管理有限公司	
基金托管人	中国工商银行	
投资对象	重点投资于具备良好未来成长性的小盘股	
业绩基准	（天相小盘股指数×60%＋天相中盘股指数×40%）×60%＋上证国债指数×40%	
资产配置	在正常市场情况下，本基金投资组合的基本范围为股票 20%～75%，债券为 20%～65%，现金为 5%～15%	
认购费率	认购金额（M）	认购费率（%）
	M<100 万元	1.2
	100 万元≤M<1 000 万元	1.0
	1 000 万元≤M<1 亿元	0.8
	M≥1 亿元	0.3
申购费率	申购金额（M）	申购费率（%）
	M<100 万元	1.5
	100 万元≤M<1 000 万元	1.2
	1 000 万元≤M<1 亿元	1.0
	M≥1 亿元	0.4
管理费率	1.5%。当基金累计净值的 30 日平均值低于 0.90 元时，停止收取管理费	
赎回费率	按持有期递减，最高不超过赎回总额的 0.5%。持有期满两年以上为零；一年以上两年以下为 0.25%	
首次最低认购金额（含认购费）	5 000 元	
追加最低认购金额（含认购费）	1 000 元	
单笔最低申购金额（含申购费）	5 000 元	
追加最低申购金额（含申购费）	1 000 元	
单笔最低赎回份额	100 份	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一位投资者以100万元用来申购德盛小盘精选证券投资基金，申购日单位基金净值为1.25元。则：

申购价格＝1.25×（1+1.2%）＝1.265（元）

申购单位数＝1 000 000÷1.265＝790 513（基金单位）（非整数份额取整数）

同样，假如当天有一位投资者在持有基金半年后要赎回100万份基金单位，那么：

赎回价格＝1.25×（1−0.5%）＝1.24375（元）

赎回金额＝1 000 000×1.24375＝1 243 750（元）

三、投资基金的资产估值

（一）基金资产净值

基金资产净值是指基金资产总值减去负债后的价值。基金单位资产净值（Net Asset Value，简称Net）是指某一时点上某一投资基金每份基金份额（每一股份）实际代表的价值。

基金单位资产净值＝基金总资产−基金总负债已售出的基金份额总额 （11.18）

基金单位资产净值是衡量一个基金经营好坏的主要指标，也是基金份额交易价格的内在价值和计算依据。一般情况下，基金份额价格与单位资产净值趋于一致，即单位资产净值增长，基金价格也随之提高。尤其是开放式基金，其基金份额的申购或赎回价格都直接按基金单位资产净值来计算。由于投资基金是分散投资于金融市场上的各种有价证券的，而有价证券的价格时刻都在发生变化，又如何计算确定基金的资产净值？一般通行的方法有两种：

1. 已知价（Known Price），或称事前价（Historic Price）计算法，是指基金管理公司根据上一个交易日的证券市场（或交易所）的收市价格计算其基金的金融资产总值。如果采用已知价交易，开放式基金投资者当天就可以知道基金的买入价或赎回价。

2. 未知价（Unknown Price），或称事后价（Forward Price）计算法，是指基金管理公司根据当天的证券市场（或交易所）的收市价格计算其基金的金融资产总值。如果采用未知价交易，开放式基金投资者必须在交易结束后的第二天才能知道基金的买入价或赎回价。

（二）基金资产的估值

基金管理人必须按规定在每个交易日当天对基金净资产进行估值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目前中国投资基金法规规定，基金资产的估值要采用如下方法：

上市流通的有价证券：开放式基金是以估值日证券交易所挂牌的该证券收盘价估值；封闭式基金是以估值日证券交易所挂牌的该证券平均价估值。估值日无交易的，取最近一日的价格估值。

未上市的股票分两种情况处理：其一，送股、转增股、配股和增发新股，按估值日在证券交易所挂牌的同一股票的收盘价（开放式基金）或市场平均价（封闭式基金）估值；其二，首次公开发行的股票，按成本价估值。

配股权证：从配股除权日起到配股确认日止，如果收盘价高于配股价，按收盘价高于配股价的差额估值；如果收盘价低于配股价，则估值增值额为零。

在银行间同业市场交易的债券按不含息成本与市价孰低法估值。不含息成本是指取得债券成本（不含应计利息），市价是指银行间同业市场公布的加权平均净价，如果该日没有交易的品种，以最近一日的市场平均价为基准。

如有确凿证据表明按上述方法对基金资产进行估值不能客观反映其公允价值，基金管理人可根据具体情况，并与基金托管人商定后，按最能反映公允价值的价格估值。

虽然基金管理人必须按规定对基金净资产进行估值，但遇到下列特殊情况，有权暂停估值：第一，基金投资所涉及的证券交易场所遇法定节假日或因故暂停营业时；第二，开放式基金出现巨额赎回时；第三，因不可抗力或其他情形致使基金管理人、基金托管人无法准确评估基金资产价值时。

第四节 其他投资工具的投资价值分析

一、可转换证券

（一）可转换证券的价值

1. 理论价值（纯债券价值）。可转换证券的理论价值是指当它作为不具有转换选择权的一种证券的价值。

【例14】某种可转换债券面值为1 000元，利息率为4%，期限为5年，转换价格为40元，市价为1 200元，到期时间、信用等级等都与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之相同的非转换债券的市价仅为 900 元。因此，该可转换债券的价值 1 200元可分为两部分：一部分是作为债务手段的债券的内在价值，即纯债券价值，为 900 元；另一部分为可转换性价值，为 300 元。可转换性价值其实代表了暗含的普通股买入期权的权价。

2. 转换价值。转换价值是指转换债券所能得到的转换成普通股后的市场价格，即它可转换的普通股票的市场价值与转换比率的乘积便是转换价值。其计算公式为：

$$CV = CR \times P_0 \tag{11.19}$$

式中：CV 为转换价值；CR 为转换比率；P_0 为当前每股普通股的市场价格。

【例 15】如【例 14】中该公司股票如果市场价格为 45 元，那么转换价值为：

45×（1 000÷40）＝1 125（元）

（二）可转换证券的市场价格

由于可转换债券具有期权性质，因此，可转换债券的市场价格通常情况下会高于它的理论价值和转换价值。

1. 转换底价。可转换债券的转换价值和纯债券价值中较高者为可转换债券的转换底价。可用如下公式表示：

$$MV = \max(CV, P_b) \tag{11.20}$$

式中：MV 为转换底价；CV 为转换价值；P_b 为纯债券价值。

转换底价是可转换债券市场价格的下限，可转换债券的价值不可能降到底价以下。如果转换价格高于股票市价，即投资者不会做出转换选择，该可转换债券不具有任何可转换价值，其转换底价即为其纯债券价值。如果转换价格低于股票市价，则投资者将其转换为股票将会得到一笔收益，此时转换价值高于纯债券价值，即为可转换债券的底价。

【例 16】仍引【例 14】数据，如果股票市场价格仅为 20 元，则这一可转换债券的底价即为其纯债券价值。

2. 转换平价。转换平价是可转换证券持有人在转换期限内将债券转换成公司普通股票的每股价格。其计算公式为：

$$\text{转换平价} = \frac{\text{可转换证券的市场价格}}{\text{转换比率}} \tag{11.21}$$

如【例 16】中：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

$$转换平价=\frac{1\ 200}{25}=48（元/股）$$

一旦股票市场价格上升到转换平价水平，任何进一步的股票价格上升肯定会使可转换证券的价值增加。因此，转换平价可视为一个盈亏平衡点。

3. 转换升水。转换升水即可转换债券目前市场价格大于其转换价值。用公式表示为：

$$C_p=P_o-CV>0 \tag{11.22}$$

式中：C_p 为转换升水；P_o 为可转换债券当前市价；CV 为转换价值。

为了比较不同的可转换债券，一般用百分比表示升水，称为升水率。用公式表示为：

$$C_r=\frac{C_p}{CV}\times100\% \tag{11.23}$$

式中：C_r 为升水率。

一般来说，可转换债券的市价高于其转换价值，即投资者愿意为可转换债券支付升水，其原因是，如果股票市价下降，该债券价格不会跌到其底价以下，因而使其投资者所受损失有一个下限保护，而普通股持有人是没有这种保护的。

【例 17】仍以【例 14】数据为例：

$$C_p=P_o-CV=1\ 200-1\ 125=75（元）$$

$$C_r=\frac{C_p}{CV}\times100\%=\frac{75}{1\ 125}\times100\%=6.67\%$$

4. 转换贴水。转换贴水即可转换债券目前市场价格小于其转换价值。用公式表示为：

$$C_p=P_o-CV<0 \tag{11.24}$$

二、权证

（一）影响权证价值的因素

认购（沽）权证使持有人具有在约定时间内以事先约定的价格认购或沽出一定数量的标的证券的权利。用证券市场术语讲，就是允许持有人在有效期内，按某一既定比率，以某一既定价格认购或沽出一定数量的标的证券。因此，权证票面本身是没有价格的，但它在市场上却有价格，作为一种衍生产品，权证的价值主要受其标的证券的影响。具体

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说来，认购或认沽权证的价格走势主要受以下几个因素的影响：①标的证券的现价；②权证的施权价格；③标的证券预期的未来价格；④距离权证到期日的时间；⑤标的证券预计派发的股息。

在其他因素不变的情况下，每项因素对认购和认沽权证的影响概括于表 11-3 中。这些因素不但分别影响着权证价值，而且它们之间也相互关联，形成综合效应。除这几个主要因素之外，可能存在的每股盈利的“稀释”、权证的发行数量、权证是否在交易所上市等因素也会影响权证的价值。

表 11-3　　各项因素对认购和认沽权证的影响

	认购权证价值	认沽权证价值
标的证券价格越高	越高	越低
行权价格越高	越低	越高
标的证券价格波动性越高	越高	越高
距离权证到期日时间越长	越高	越高
现金红利派发越多	越低	越高

（二）权证的理论价值及时间价值

一般说来，权证的价值可分为内在价值和时间价值两部分。权证的理论价值即内在价值就是股票的市场价格与权证的行权价格之间的差额。内在价值是权证的底价，由下面公式决定：

$$V = (P - EP) \times N \quad (11.25)$$

式中：V 为权证内在价值；P 为标的证券现价；EP 为施权价；N 为一份权证可认购（沽）的标的证券份数。

权证的市价不会低于内在价值（底价），否则，市场上就会出现无风险套利。

权证的市场价格和内在价值之差为时间价值。

【例 18】A 公司发行的权证是一种股本认购权证，权证的行权价 20 元，行权比例为 1∶1，权证的市场价格为 3 元，如果 A 公司股票市场价格为 20 元，则权证的内在价值为 0 元，而市场上权证的价格为 3 元，高于内在价值部分就是时间价值的体现。如果 A 公司股票市场价格为 22 元，则权证的内在价值为 2 元，如果 A 公司股票市场价格为 18 元，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者是不会行权的，权证的内在价值还为0元，不会出现负数。

（三）权证的杠杆作用

【例19】假设股票A的市场价格为20元，认股权证市场价格为3元，权证行权价为20元，这时认股权证的内在价值为0元，假设投资者购买了公司股票，而股票价格升至30元，那么投资者的收益率为50%。但是如果投资者购买的是认股权证，成本是3元，股票升至30元时的最低收益是7元，其收益率可高达233%，即购买认股权证的最大损失为3元，而购买股票的最大可能损失为20元。

从此例可以看出，权证具有有限的损失和可能出现高收益的特点，使权证充满了吸引力，也增加了其时间价值。

【案例】 万科权证谢幕：以一张废纸结束上市历程

万科权证是深交所首只到期的股改权证，同时又是首只到期的百慕大式权证，所以它的收官表演颇为引人注目。

2006年8月28日是万科认沽权证（万科HRP1，038002）最后一个交易日，早晨权证开盘价为0.018元，开盘后当天权证表现极其疯狂，一路加速下跌，至尾盘，汹涌抛盘将其牢牢打在0.001元的跌停板上。全天共成交117.11亿份，成交额9 799万元，换手547.17%。与之形成鲜明对照的是，作为万科权证正股，G万科A当日放量狂涨6.09%，收于6.79元。正股的强势，对万科权证而言可谓雪上加霜。

这是因为，权证的价值是由两部分构成的：内在价值和时间价值，由于临近到期，其时间价值近似为零，因此其价值几乎完全由内在价值决定。

从万科权证市场轨迹来看，最高时价格达到1.04元，而目前却是一文不值，许多介入的投资者损失惨重。

从权证的行权期间看，权证分为欧式和美式，前者只能在到期日行权，后者可以在存续期的任何时间行权。而“百慕大式权证”的行权期限则是一段时间，即权证投资者可以在一段时间内行使权证所赋予的这项权利。

万科权证从2005年12月5日起在深圳证券交易所挂牌交易，2006年8月28日为最后一个交易日，其间经过了174个交易日，作为百慕大式权证，万科权证的行权期为公司最后正股的5个交易日，即8月29日至9月4日内的5个交易日。9月4日到期后，未行权的权证将予以注销。

根据国际通用的计算权证理论价值的Black-Scholes模型测算，万科权证的理论

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值已经为零。为防止可能有投资者糊涂行权招致损失，深交所在 28 日发布的权证行权投资者操作指南中，特别以万科权证作为例子，提醒权证持有人审慎做出行权决策。

图 11-2 显示了 2006 年 8 月 28 日万科认沽权证的交易情况。

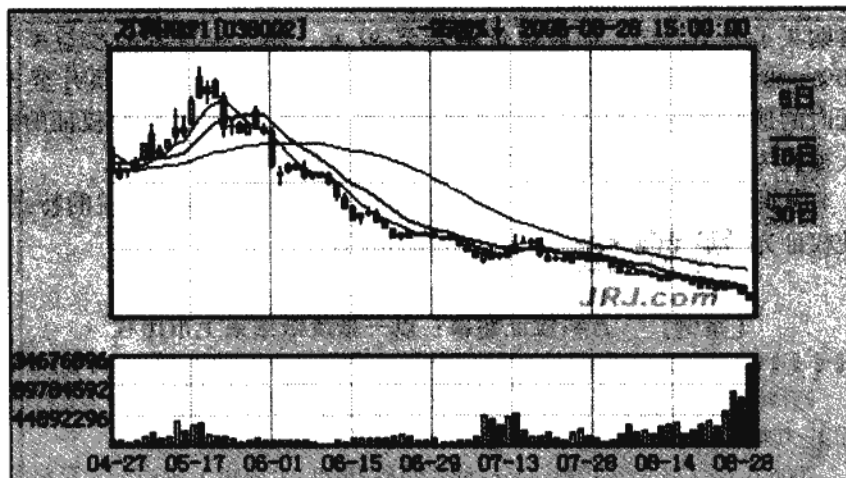


图 11-2 万科认沽权证的交易情况

资料来源：深圳证券交易所．万科权证归零 暴跌 95% 一厘钱谢幕［J/OL］．(2006-08-27)．http：//www.jrj.com.

本章基本概念

内在价值 市盈率 基金单位 资产净值 申购价格 赎回价格 已知价 未知价 可转换证券的理论价值 转换底价 转换价值 转换平价 转换升水 转换贴水 时间价值

复习思考题

1. 说明贴现现金流模型原理。
2. 为什么持股时间长短不会影响股票的价值评估结果?
3. 什么是市盈率估价方法?
4. 说明债券价格变动的五大定理。
5. 某公司股票上年每股股息为 0.433 元，股东预期报酬率为 10%，我们预计该公司今后 3 年的收益增长率为 50%，之后收益稳定，则其内在价值为多少? 3 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后的每股收益为多少？如果我们预计该公司今后 5 年的收益增长率为 50%，之后收益稳定，则其内在价值为多少？5 年后的每股收益为多少？

6. CGC 公司预期下一年的每股盈利为 5 元。公司以往支付的现金股利为年度盈利的 20%，CGC 公司股票的市场资本报酬率为每年 15%，而公司未来投资的期望收益率为每年 17%。利用固定股利增长模型求解：

（1）期望的股利增长率是多少？

（2）利用该模型得到的股票当前价值是多少？

（3）如果模型正确，一年后的期望股价是多少？

（4）假设当前市场的股票价格为每股 50 元，是否值得投资？

7. 一张债券面值为 1 000 元，年利息为 90 元，期限为 10 年，市场价格为 900 元，到期收益率为 10.67%。假设相似债券的一般市场收益率从 10.67% 上升至 12%。这张债券市场价格将发生什么变化？

8. 可转换债券的面值为 100 元，转换价格为 10 元，如果该债券的市场价格是 110 元，公司股票价格为 9 元，则其转换平价和转换升水分别是多少？

9. 公司于 2005 年 10 月 12 日发行欧式认股权证权 10 万张，权证行权价格为 4.50 元，权证剩余存续期 374 天（从发行日算起），行权比例 1∶1。2005 年 10 月 27 日该公司股票收盘价为 4.62 元，认股权证收盘价为 0.69 元。则权证内在价值是多少？时间价值是多少？2005 年 11 月 14 日，该公司股票收盘价为 3.79 元，则认股权证内在价值是多少？

学习资料推荐

你可以到中证指数有限公司网站了解债券收益率曲线和债券估值：http://www.csindex.com.cn/sseportal/csiportal/zq/bondshow.do?type=0。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十二章

证券投资的基本分析



基本分析侧重于长期分析，是股票投资分析的基础和重要组成部分。本章分三节阐述了基本分析的基本原理和方法。通过本章的学习，能使学生知晓基本分析的内涵，提高学生的综合判断能力。

股票市场是一个充满机会和风险的地方，也是一个现代文明的竞技场所。每个投资者都必须有备而去，掌握最基本的投资分析方法。证券投资分析的方法，按照前提假设与引用资料的不同，主要有基本分析和技术分析两种。基本分析法的理论依据是证券价格由证券内在价值决定，这个内在价值的高低主要取决于发行公司的获利能力等基本因素。市场上的股价与这个内在价值经常不相符，但迟早会向它的内在价值靠拢。因此，基本分析较多地从影响股价变动的基本因素角度出发，来评价证券的内在品质，选择合适的投资对象，预测证券市场的发展趋势。

技术分析法是一种根据证券市场价格及交易量的变动情况及二者关系，对证券走势进行预测，以期在合适的时机买进或卖出证券，获得投资收益的方法。技术分析注重市场本身的活动，技术分析的资料主要是成交量和成交价。其基本假设是股价由市场上股票的供给与需求关系决定，供求关系又受许多理性和非理性的因素影响，不管影响股票供求关系变动的原因为何，迟早可从表示市场活动的图形中察觉出来，因此，技术分析也称图表分析。

基本分析与技术分析在理论与分析方式上，是属完全不同的分析方

本章建议阅读资料：

1. 中国证券业协会．证券业从业资格考试统编教材——证券投资分析［M］．北京：中国财政经济出版社，2012.
2. 霍文文．证券投资学［M］．北京：高等教育出版社，2008.
3. 曹凤岐，刘力，姚长辉．证券投资学［M］．北京：北京大学出版社，2008.
4. BODIE，KANE，ALAN J. Investments［M］．5th Ed. New York：McGraw-Hill Companies，Inc．，2002.
5. 希金斯 L C．财务管理分析［M］．5 版．沈艺峰，等，译．北京：北京大学出版社，1998.
6. 盖地．财务会计学［M］．天津：南开大学出版社，2007.
7. 财政部．企业会计准则第 30 号——财务报表列报［R］．北京：中华人民共和国财政部，2006.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法，在运用方面意义也不一样。一般来说基本分析法对选择具体的投资对象特别重要，对预期整个证券市场的中长期前景很有帮助，但对把握近期股市的具体变化作用不是很大，对选择买卖证券的时机不能提供明确的提示。技术分析主要用于分析证券市场的短期波动，帮助投资者选择投资的买卖时机，但技术分析本身也有不足，图表有时会出现一些蒙蔽信号，也不能预示突发事件，当市场走势瞬息万变时，技术分析发出的信号又具有时滞性。因而，投资者应该将基本分析法和技术分析法结合起来综合运用。本章主要讲解基本分析方法。

第一节 证券投资的宏观因素分析

一、宏观经济分析

在证券投资价值分析工作中，人们越来越重视宏观经济分析工作。所谓宏观经济分析是指对一个开放的经济体的各总量经济变量之间的相互作用关系及其运动规律的分析，具体到股市研判而言，就是指通过对影响股市运行的各主要宏观变量的分析研究，对股市运行的趋势进行预测。我们知道，作为金融市场的重要组成部分，股市也属于宏观经济运行本身的一个部分。上市公司是宏观经济的微观主体，因此，一家上市公司的利润水平和市场上反映出来的价格，本质上讲，是由宏观经济所影响和决定的。事实上，其他宏观因素也是通过影响宏观经济来影响证券市场价格的，如政局的变动可能引致经济政策的改变，从而影响证券市场价格；战争、动乱则通过影响宏观经济环境而导致证券市场价格变动；文化、自然因素及其变迁则通过影响消费、储蓄、投资、生产等来影响证券市场价格。这也说明证券市场态势从根本上讲是与宏观经济相关联的。

宏观经济因素对证券市场的影响不仅是根本性的，而且是全局性的。同样，作为经济因素，产业或区域因素一般只会影响某个板块即某个产业或区域的证券价格，公司因素则一般只会影响本公司上市证券的价格，它们一般不会对整个证券市场构成影响。而宏观经济因素则几乎对每只上市证券均构成影响，因而必然影响证券市场全局的走向。从各国证券市场发展史来看，除处于极不规范时期的新兴证券市场外，证券市场的每一次牛市均是以宏观经济向好为背景的，而证券市场的每一次

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

熊市的形成均是因为宏观经济发展趋缓或衰退。

宏观经济因素的重要性还在于它的影响是长期性的。由于宏观经济因素对证券市场的影响是根本性的，因而它的影响也就必然是长期的。无论是政治因素、军事因素，还是市场因素，都不具有长期影响力。政治军事事件作为一个事件，本身就不具备持续性，因而也不可能对证券市场产生持续的影响。至于市场因素，其中的战略性建仓或空仓行为则是基于投资者对宏观经济和证券市场发展的未来的预期，因而是宏观经济影响证券市场的方式和体现；而短期的买卖操作则只能构成对证券市场长期发展的调整，而不能从根本上改变其长期趋势。构筑证券市场长期趋势的基础正是宏观经济态势。

综上所述，宏观经济因素对证券市场价格的影响是根本性的，也是全局性和长期性的。因此，要成功地进行证券投资，首先必须认真研究宏观经济状况及其走向，市场上常有"顺势者生"、"选股不如选时，选时不如选势"等格言，其中的"势"就是宏观经济形势。只有充分把握了宏观经济形势，投资者才可能有效地把握证券市场中的投资机会。

宏观经济分析的主要内容包括 GDP 增长、经济周期和就业情况，利率水平，通货膨胀，货币供应量，国际经济和金融市场情况等。诸如财政政策、货币政策、汇率政策等宏观政策变量及其变化趋势，也属于宏观分析的范畴。

（一）GDP 增长、经济周期和就业情况

在影响股价变动的市场因素中，GDP 增长、经济周期的变动或称景气的变动，是最主要、最重要的因素，它对企业营运及股价的影响极大。由于经济周期和 GDP 增长情况、就业情况呈完全一致的变化趋势，而且由于经济周期这个概念在解释经济现象时更加具有洞察力，因此，下面我们只对经济周期与股市变动的关系进行分析。

经济周期包括衰退、危机、复苏和繁荣四个阶段。一般说来，在经济衰退时期，股票价格会逐渐下跌；到危机时期，股价跌至最低点；而经济复苏开始时，股价又会逐步上升；到繁荣时，股价则上涨至最高点。这种变动的具体原因是：当经济开始衰退之后，企业的产品滞销，利润相应减少，促使企业减少产量，从而导致股息、红利也随之不断减

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

少，持股的股东因股票收益不佳而纷纷抛售，使股票价格下跌；当经济衰退已经达到经济危机时，整个经济生活处于非常低迷的状态，大量的企业倒闭，股票持有者由于对形势持悲观态度而纷纷卖出手中的股票，从而使整个股市价格趋跌，市场处于萧条和混乱之中；经济周期经过最低谷之后又出现缓慢复苏的势头，企业又能开始给股东分发一些股息红利，股东慢慢觉得持股有利可图，于是纷纷购买，使股价缓缓回升；当经济由复苏达到繁荣阶段时，企业的商品生产能力与产量大增，商品销售状况良好，企业开始大量盈利，股息、红利相应增多，股票价格上涨至最高点。应当看到，经济周期影响股价变动，但二者的变动周期又不是完全同步的。通常的情况是，不管在经济周期的哪一阶段，股价变动总是比实际的经济周期变动要领先一步，即在衰退以前，股价已开始下跌，而在复苏之前，股价已经回升；经济周期未步入高峰阶段时，股价已经见顶；经济仍处于衰退期间，股市已开始从谷底回升。这是因为股市股价的涨落包含着投资者对经济走势变动的预期和投资者的心理反应等因素。

从美国的经验来看，经济周期与股市变动之间有着密切的关系，但也不是完全同步的，股市大势表现都存在一些提前量。根据对二战后美国股市和经济周期的研究，股市高峰与经济高峰的时差平均为 3.5 个月，而股市低谷与经济低谷的时差平均为 5.25 个月。

根据经济周期进行股票投资的策略主要是，衰退期的投资策略以保本为主，投资者在此阶段多采取持有现金（储蓄存款）和短期存款证券等形式，避免衰退期的投资损失，以待经济复苏时再适时进入股市，或者选择那些对经济周期不敏感的行业公司进行投资；而在经济繁荣期，大部分产业及公司经营状况改善和盈利增加时，即使是不懂股市分析而盲目跟进的散户，往往也能从股票投资中赚钱。当然也有例外的现象，如一般情况是企业收益有希望增加或由于企业扩大规模而希望增资的景气的时期，资金会大量流入股市，但有时却出现萧条时期资金不是从股市流走，而是流进股市的现象，究其原因，政府在此期间为了促进经济景气而扩大了财政支出，公司则因为设备过剩，不会进行新的投资，因而拥有大量的闲置货币资本，一旦这些资本流入股市，则股市的买卖和价格上升就与企业效益无关，而是带有一定的投机性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（二）通货膨胀或物价水平

所谓通货膨胀，简单说就是指一般物价水平的持续上涨。它也是影响股票市场以及股票价格的一个重要宏观经济因素，但它对大势的影响比较复杂，不能一概而论。它既有刺激股票市场的作用，又有压抑股票市场的作用。在经济处于低迷状态时，中央银行为了保证经济发展、降低失业率，而采取扩大货币发行量和降低利率的政策，其基本过程是货币供应量增大使包括股票在内的所有商品的价格上升，同时由于货币供应量扩大导致上市公司利润（至少是账面利润）增加，从而导致股市大势的走好；但是，当通货膨胀加剧时，也使得人们寻找保值手段，比如购买金银首饰、房地产以及股票等，通货膨胀已经危害经济的健康发展时，中央银行往往采取紧缩的货币政策（如提高利率水平），抑制通货膨胀，从而导致股市大势的走软。

（三）利率水平

一般而言，利率水平通过两个途径影响股市：其一是金融市场替代效应，即利率水平的高低及其变化趋势将引起资金在不同的金融市场上流动，直到达到某种均衡。例如，如果市场利率高企，且有进一步升高的趋势，则资金有流向银行存款或者借贷出去以获取更高的利息收益的趋势，因此股市将受到不利影响；反之则相反。其二是上市公司经营效应，即利率水平的高低及其变化趋势将使得企业的盈利水平受到影响，从而进一步影响股市表现。例如，如果市场利率水平高企且有进一步升高的趋势，则企业投资的成本也会加大，影响了其投资积极性，其盈利能力势必将受到负面影响。

“看利率水平及其变化趋势行事”，是美国等发达国家中做股票的最简单有效的“法则”，投资者只要能正确分析、预测中央银行的利率政策，那么做股票就可以胜券在握了，其原因正在于此。这里其实是政府的经济政策（货币政策）对股市的影响的问题。

（四）汇率水平

外汇行情与证券价格尤其是股票价格，有着密切的联系。一般来说，如果一国的货币升值，股价便会上涨；一旦其货币贬值，股价即随之下跌。

在当代经济全球化的基础上，汇率对一国经济的影响越来越大，而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

且影响程度的高低取决于该国的对外开放度。其中受影响最直接的就是进出口贸易，如果本国货币升值，那么受益的多半是本国的一些进口企业，亦即依赖海外供给原料的企业；相反，出口企业由于本币升值，竞争力就会降低。当本国货币贬值时，情形恰恰相反。但不论是本币升值还是贬值，对公司业绩以及经济形势的影响都各有利弊，所以，投资者不能单凭汇率升值就买进股票，贬值则卖出，要区别对待货币升贬值对不同企业的影响。具体来说，汇率变动对那些从事进出口贸易的股份公司影响较大，它通过对公司的进出口额及利润的影响，从而影响着股价。

（五）宏观经济政策

20世纪50年代以后，由于凯恩斯在二三十年代资本主义经济危机（大萧条）背景下提出的政府积极干预经济政策收到了良好的效果，各国政府纷纷逐渐地摒弃了传统的“新古典主义经济理论”（该理论的主要观点是，认为市场可以将经济自动引导至均衡状态，因而主张政府对市场采取不干预的政策，“管得越少的政府越是好政府”），转而求助于凯恩斯的积极干预政策。凯恩斯理论简单说来主要包含两点：一是经济本身存在不确定性，经济运行内在地具有不稳定的特性，时常表现出“有效需求不足”；二是投资者（资本家）的“动物精神”，即在市场的“自动”引导下并不能保证总供给与总需求的均衡，因此通过政府的适时、适当干预可以熨平经济波动，达到解决失业问题、经济平稳运行的目的。

由此，货币政策、财政政策、汇率政策等就成了调控宏观经济运行的主要政策工具。当然，产业政策、贸易政策和人力资源政策等也属于宏观经济政策的范畴，由于字数所限，除货币政策和财政政策以外，其他政策这里不进行详述。

1. 货币政策。中央银行贯彻货币政策、调整信贷与货币供应量的手段主要有三个：调整法定存款准备金率、再贴现政策、公开市场业务。当国家为了防止经济衰退、刺激经济发展而实行扩张性的货币政策时，就会通过降低法定存款准备金率、降低中央银行再贴现率或在公开市场买入国债的方式来增加货币供应量、扩大社会需求。当经济持续高涨、通货膨胀压力较重时，国家往往采用适当紧缩的货币政策。此时，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中央银行通过提高法定存款准备金率、提高再贴现率或在公开市场上卖出国债以减少货币供应量等方法，紧缩信用，实现社会总需求与总供给的大体平衡。货币政策的调整直接、迅速地影响证券市场。因此，我们可以得到启示：既然中央银行根据一定的经济指标做出相应的货币政策决定，那么作为投资者完全可以根据自己对经济形势的分析，对中央银行可能采取的货币政策进行预测，这就是所谓的股市中的“博弈”。因而，具体到我们讨论的证券投资分析问题，我们需要关注的就是两个方面的问题，一是中央银行将采取哪种货币政策，二是这种货币政策将引起股市怎样的反应。

2. 财政政策。财政政策主要是政府采取诸如国家投资、税收、转移支付等政策对经济实施干预的政策。其特点是见效快，即很快可以使得表现疲软的 GDP 增长率、失业率等获得明显改观，而且政府的主动性、选择性都很强，尤其对于维护社会稳定、公平的作用较大。

以财政政策中的税收政策为例。2001 年 8 月 18 日《经济日报》报道：国家税务总局宣布，粮食白酒和薯类白酒维持现行 25% 和 15% 的税率，另对每斤白酒按 0.5 元从量新征一道消费税，并取消以外购酒勾兑生产企业可以扣除购进酒已纳消费税的抵扣政策。以 2000 年白酒行业产量 500 多万吨计算，仅从量征收一项，白酒行业每年就痛失 5 亿元。白酒行业上市公司 2000 年销售总量为 4.9 万吨，净利润 16.3 亿元，新政策造成的增缴消费税额近 5 亿元，占净利润的 30%。这项税收政策导致白酒行业利润下降，分配减少，使这类证券的投资吸引力降低，价格下滑。从此案例可以看出，国家对公司税率的调整会对公司的利润水平产生影响，进一步影响企业扩大再生产的能力和积极性，从而影响公司未来的成长潜力。所以，一般来说，税率的提高会抑制证券价格上扬，而税率的降低或免税会促进证券价格上升。

从传导机制上讲，财政政策是以实体经济为媒介，通过控制财政收入和支出，经过企业的投入和产出来影响总需求的，与货币政策有明显的区别。因此，财政政策的传导过程比较长，不向货币政策那样立竿见影，但比较持久。

3. 对经济政策的总体把握。通常在经济过热时，采用紧缩的财政

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

政策和货币政策；在经济不景气时，采用扩张的财政政策和货币政策。经济政策通常有一定的连续性，这对预测经济政策取向有指导意义。对投资者来说，最重要的是把握政策转变中的拐点，如降息，我国从1996年开始连续八次降息，另外还有取消保值贴补、恢复对利息的征税等。另外，还需要注意政策的作用效果和作用时滞问题。

二、国内国际政治因素

在当今世界，政治与经济已经密不可分，政治上的变化会引起经济变化，自然也将波及股市。影响证券价格变动的政治因素是指国内外政治活动、政府的政策与措施、政权更替、战争爆发，以及国际政治格式的重大变化等。例如，自1968年以来，总统竞选年股票价格平均上涨13.7%，而正常年份股票价格平均上涨只有4.2%，显示出四年一次的循环周期。这一结论也被历史其他时期股价走势所证实，美国四年一次的总统选举，显示出证券市场每四年一次循环的投资机会，这是人们考虑到总统上任后可能会出台有利于经济发展的政策，对股市未来的预期使得选举年股价大幅波动。又如，2001年美国9·11事件发生之后，美国股市和美元汇率双双走低，在美国股市停市4天重新开市后，开市第一天（9月17日）就下挫近700点。9·11事件后一周股市主要指数下跌逾11%，为20世纪30年代大萧条后的最大跌幅。甚至在美国9·11事件一周年纪念日，美国股市主要股指收盘也微幅下跌，交投十分清淡。

我国股市对政治变动尤其敏感，股市行情与政治的相关性特别强，政府主要官员有关股市的一言一行，都可能导致股市行情突变，甚至猛升或狂跌，成为影响股价变动的决定因素。

第二节 证券投资的行业因素分析

一、行业分析目的

从证券投资分析的角度看，宏观经济分析是为了掌握证券投资的宏观环境，把握证券市场的总体趋势。但宏观经济分析并不能提供具体的投资领域和投资对象的建议，面对众多的上市公司，投资者除了要分析宏观经济环境和政策外，更需要进行深入的行业分析和公司分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行业分析是对影响行业盈利能力的各种经济因素的确认。分析一家公司的盈利潜力时，应当首先评估公司正参与竞争的行业盈利潜力，因为各行业的盈利能力是不同的并且是有规律、可预测的。例如，在1995—1997 年中国通信设备制造业的投资资本收益率平均为 12.5%，而纺织业的投资资本收益率平均则接近零乃至负数。从这两个行业平均利润率的差别可以看出，在国民经济中具有不同地位的行业，其投资价值也不一样。公司的投资价值可能会由于所处行业不同而有明显差异。因此，行业是决定公司投资价值的重要因素之一。那么，是什么引起这些行业盈利能力的差别呢？下面我们对此进行分析：

二、行业竞争程度分析

现实社会中各行业的市场都是不同的，在最基本的条件下，一个行业的利润是由消费者愿意向该行业的产品或服务支付的最高价格所决定的。决定价格的最主要的一个因素是提供相同或相似产品的供应商之间的竞争程度。根据行业中企业的数量、产品性质、价格的制定和其他一些因素，各种行业基本上可分为以下四种市场类型：

1. 完全竞争的市场。它是指许多企业生产同质产品的市场情形，如初级产品市场。这种市场中生产者众多，生产的产品基本无差别，价格由市场需求决定，生产者和消费者对市场均非常了解并可自由进退市场。

2. 不完全竞争或垄断竞争市场。它是指许多生产者生产同种但不同质的产品，如制成品市场。这种市场中的生产者众多，产品之间存在差异，因此生产者可以借以树立自己产品的信誉，从而对其产品的价格有一定的控制能力。

3. 寡头垄断市场。这是指少量生产者在某种产品的生产中占很大市场份额的情形。资本密集、技术密集型产品，如汽车、钢铁等，以及储量集中的矿产品如石油等，多属这种市场。

4. 完全垄断市场。独家生产某种特质产品的市场就是完全垄断市场，如公用事业。这种市场分为政府垄断和私人垄断两种。由于市场被垄断，产品又没有合适的替代品，因此垄断者可以制定理想的价格和产量，以获取最大利润。但垄断者也受到反垄断的法律和政府管制的约束。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三、行业对经济周期的敏感度

各行业变动时，往往呈现出明显的、可测的增长或衰退的格局。这些变动与国民经济总体的周期变动是有关系的，但关系密切的程度又不一样。据此，可以将行业分为以下几类：

（一）增长型行业

增长型行业的运动状态与经济活动总水平的周期及其振幅并不紧密相关。这些行业收入增长的速率并不会总是随着经济周期的变动而出现同步变动，因为它们主要依靠技术的进步、新产品推出及更优质的服务，从而使其经常呈现出增长形态。

在过去的几十年内，网络、计算机和复印机行业表现出了这种形态。投资者对高增长的行业十分感兴趣，主要是因为这些行业对经济周期性波动来说，提供了一种财富“套期保值”的手段。然而，这种行业增长的形态却使得投资者难以把握精确的购买时机，因为这些行业的股票价格不会随着经济周期的变化而变化。

（二）周期型行业

周期型行业的运动状态与经济周期紧密相关。当经济处于上升时期，这些行业会紧随其扩张；当经济衰退时，这些行业也相应衰落。

产生这种现象的原因是，当经济上升时，对这些行业相关产品的购买相应增加。例如，房地产业、建材业、高档消费品业、耐用品制造业、旅游业及其他需求的收入弹性较高的行业，就属于典型的周期型行业。

（三）防守型行业

除上述行业之外，还有一些行业被称为防守型行业。这类行业运动形态的存在是因为行业的产品需求相对稳定，需求弹性小，经济周期处于衰退阶段对这种行业的影响也比较小。甚至有些防守型行业在经济衰退时期还会有一定的实际增长。例如，食品业和公用事业就属于防守型行业。正是因为这个原因，投资于防守型行业一般属于收入型投资，而非资本利得型投资。

四、行业的生命周期

通常，每个行业都要经历一个由成长到衰退的发展演变过程。这个过程便称为行业的生命周期。一般地，我们把一个行业经历的由成长到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

衰退的发展演变过程分为初创期、成长期、成熟期和衰退期四个阶段，行业生命周期见图 12-1。

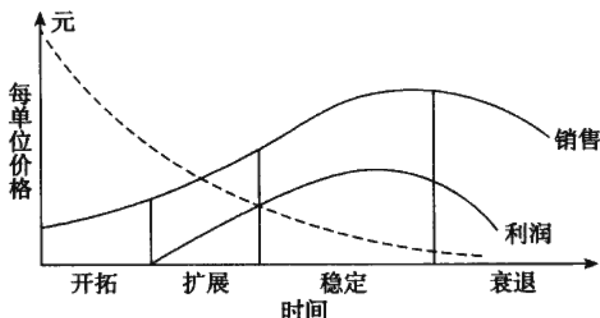


图 12-1 行业生命周期

（一）初创期

在这一阶段，由于新行业刚刚诞生或初建不久，只有为数不多的投资公司投资于这个新兴的行业。另外，创业公司的研究和开发费用较高，而大众对其产品尚缺乏全面了解，致使产品市场需求狭小，市场规模小制约了销售收入的增长，市场认同度低封杀了产品价格的上扬空间，成本较高使业绩不佳。这一时期是风险大、收益小的时期，其主要风险为技术风险和市场风险，如目前的基因工程。初创期由于收益少甚至亏损，但人们的预期较高，股价有的也有可能会很高。由于这种价格的大幅上升没有业绩基础，而初创期的风险较大，因而必然是投机性的，所以价格波动不可避免。

（二）成长期

成长期是行业发展的黄金时期，产品受到普遍认同，技术成熟化、产品多元化和标准化，使成本降低，销售收入增加，行业业绩优良，高速增长。这一时期的主要风险是管理和市场风险。投资于这些企业的投资者往往获得极高的投资回报，所以成长期阶段有时被称为投资机会时期。网络服务、软件、计算机硬件、新型材料、精细化工等行业都正处成长期。以比尔·盖茨为代表的美国新型亿万富翁大都是通过持有这些行业股票而致富的。在成长期后期，由于前期加速成长的示范效应，众多企业纷纷加入，投资于新行业的厂商大量增加，产品也逐步从单一、低质、高价向多样、优质和低价方向发展，出现了生产厂商之间和产品

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之间相互竞争的局面，超额利润会减少，但仍然能超过宏观经济发展一定程度。这种状况会持续数年、十数年或数十年，这种行业仍然是较好的投资对象，如中国的电子、通讯、电力、旅游、交通等行业。当市场需求趋向饱和，产品的销售增长率减慢时，整个行业便开始进入成熟期。在成长期由于产业利润快速增长，股价呈上涨趋势，由于有业绩基础，所以上涨具有长期性。

（三）成熟期

行业的成熟期是一个相对较长的时期。其特点是市场规模增速减弱，产品价格、业绩、利润稳定，风险较小，收益较高，分红派息较多。当然，由于技术创新、产业政策、经济全球化等各种原因，某些行业可能会在进入成熟期之后迎来新的增长。目前我国的家电、钢铁、一般化工、建材等行业都处于这个时期。成熟期是蓝筹股的集中地，行业快速增长可能性较小，但利润稳定，股价一般不会大幅度升降，但会稳步攀升。

（四）衰退期

行业衰退是客观的必然，是行业经济新陈代谢的表现。衰退期出现在较长的稳定期之后。由于大量替代品的出现，原行业产品的市场需求开始逐渐减少，产品的销售量也开始下降，某些厂商开始向其他更有利可图的行业转移资金，因而原行业出现了厂商数目减少、利润水平停滞不前或不断下降的萧条景象。至此，整个行业便进入了衰退期。此时的风险主要是生存风险。但在很多情况下，行业的衰退期往往比行业生命周期的其他三个阶段的总和还要长，大量的行业都是衰而不亡，甚至会与人类社会长期共存。例如，纺织业在衰退，但是人们却看不到它的消亡；烟草业更是如此，难有终期。

另外，由于行业已丧失发展空间，所以在市场上已无优势，股价呈下跌趋势，但有重组题材或借壳上市等，股价却会大幅度上涨，如许多ST股票的价格超过蓝筹股，即“乌鸦变凤凰”的现象频出。

总之，投资者应当仔细研究公司所处的行业生命周期阶段，跟踪考察该行业的发展的趋势，分析行业的投资价值和投资风险。

五、影响行业兴衰的因素

一个行业的实际生命周期会受到以下因素的影响：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（一）技术进步

技术进步对行业的影响是巨大的，它往往催生了一个新的行业，同时迫使一个旧的行业加速进入衰退期。例如，电灯的出现极大地削减了对煤气灯的需求，蒸汽动力行业则被电力行业逐渐取代，喷气式飞机代替了螺旋桨飞机，大规模集成电路计算机则取代了一般的电子计算机等。这些新产品在定型和大批量生产后，市场价格大幅度下降，从而很快就能被消费者所使用。上述这些特点使得新兴行业能够很快地超过并代替旧行业，或严重地威胁原有行业的生存。未来优势行业将伴随新的技术创新而到来，处于技术尖端的基因技术、纳米技术等将催生新的优势行业。

当然，新旧行业并存是未来全球行业发展的基本规律和特点，大部分行业都是国民经济不可缺少的。多数行业都会在竞争中发生变化，以新的增长方式为自己找到生存的空间。例如，传统农业已经遍布全世界，未来农业还会靠技术创新来获得深度增长。传统工业在通过技术创新获得深度增长的同时，还可以通过行业的国际间转移，在其他相对落后的国家获得广度增长的机会。

（二）产业政策

任何一个政府对经济发展都有长远规划，会采用不同的产业政策。在一定时期内重点发展某些行业，限制发展另一些行业。政府实施政策的措施可以包括政府直接投资、制定差别税率、实行折旧和成本控制等。政府想重点发展某些行业就可以通过补贴、优惠税、保护性关税和保护某一行业的附加法规等措施来实现。因为这些措施有利于降低该行业的成本，并刺激和扩大其投资规模。政府支持往往成为优势产业成长的重要条件，这会连带地刺激该行业股票价格上涨。反之，则是股票价格下跌。某些时候，政府可能会直接干预企业行为，如美国政府历史上屡次以违反《反垄断法》状告一些大公司就是个明显的例子。

此外，由于股市中心理预期的作用，通常在政府部门着手制定或酝酿有关法规和政策时，股价就会开始涨跌变动，到正式实施时，变动幅度更大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（三）生活习惯的改变

随着人们生活水平和受教育程度的提高，消费心理、消费习惯、文明程度和社会责任感会逐渐改变，从而引起对某些商品的需求变化并进一步影响行业的兴衰。在收入相对比较低的时候，由于恩格尔定律的作用，人们对生活用品有较大需求，提供生活消费品的可口可乐、宝洁、强生公司和满足这些需求的销售渠道诸如沃尔玛公司，均在不断满足这些消费需求的过程中发展起来。随着收入水平的提高，生活消费品支出占消费总支出的比例逐渐下降，人们更多地需要服务消费和金融投资，金融、旅游、教育、医疗、保险、体育、文化等行业从中获得了快速增长的动力。

（四）相关行业变动因素

相关行业变动对股价的影响一般表现为三个方面：

1. 如果相关行业的产品是该行业生产的投入品，那么相关产品价格上升，就会造成该行业的生产成本提高，利润下降，从而股价会出现下降趋势；相反的情况也成立。例如，钢铁材料价格上涨，就可能会使生产汽车的公司股票价格下跌。

2. 如果相关行业的产品是该行业产品的替代品，那么若相关行业产品价格上涨，就会提高对该行业产品的市场需求，从而使市场销售量增加，公司盈利也因此提高，股价上升；反之也成立。例如，茶叶价格上升，可能对经营咖啡制品的公司股票价格产生利好消息。相关的替代产品不一定是形式相同的，而是那些具有同样效用的产品。例如，对于短距离旅行来说，火车与出租客车服务可以互相替代；饮料业中作为包装物的塑料瓶和金属罐可以相互替代。

3. 如果相关行业产品与该行业产品是互补关系，那么相关行业产品价格上升，对该行业内部的公司股票价格将产生利淡影响。例如，1973 年石油危机爆发后，美国消费者开始偏好省油的小汽车，结果对美国汽车制造业形成相当大的打击，其股价大幅下跌。

六、投资选择

1. 顺应趋势，选择潜力股。

2. 对处于不同阶段产业的投资选择。对处于初创期的行业，如目前的遗传工程行业，由于风险较大、收益小，企业只有几家，可选择余

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地小，因此适合于投机者。对于处于成长期的行业，如计算机、通讯等，一方面高速增长，另一方面竞争激烈，破产倒闭可能性大，一般适合于趋势投资者，但不适合于价值型投资者，如果选择正确可能获得巨额回报，否则就会血本无归。对于成熟期的行业，风险较小、收益较大，适于收益型或价值型投资者。对处于衰退期的行业，要关注规模小的上市公司，有可能重组或是成为“壳资源”。

3. 正确理解国家的行业政策，把握投资机会。国家对某一行业的扶持或限制，往往意味着这一行业会有更大的发展空间，或者被封杀发展空间，因而国家的行业政策具有导向作用，在把握行业结构演进趋势的基础上正确理解国家的行业政策，能更好地实现投资效益。

七、案例：个人电脑——IBM 兼容机行业盈利分析

当 1981 年 IBM 公司宣布其个人电脑与 Intel 公司的微处理器和微软公司的 DOS 操作系统兼容时，该产业就产生了。截至 1998 年，全球该产业已发展成为超过 1 500 亿美元的产业。尽管有如此神奇的增长历史，但长期以来该产业的特点却是利润水平极低，包括像行业内著名的康柏以及国内的联想这类企业。怎么解释这种低利润率呢？该行业未来的盈利潜力如何呢？下面就国内 PC 行业做一提要性分析：

1. 个人电脑行业的竞争，由于以下多方面的原因导致了竞争激烈：

· 该行业市场高度细分，行业集中度很低，即使国内最大企业——联想公司，也只占有大约近 18% 的市场份额。最大的 8 家企业共占有 35% 的市场份额。

· 零部件成本占个人电脑总成本的 80% ~ 90%，而且零部件的批量购买可以降低成本。因此，电脑生产商为争夺市场份额展开了激烈的竞争。

· 不同的企业生产的产品实际上是一样的，几乎无法区别。在该行业发展早期，品牌和服务是消费者对电脑估价的标准。当个人电脑的买主对电脑技术比较了解后，品牌和服务变得越来越不重要了。

· 不同品牌的 PC 之间的替代成本相对较低，因为它们都可以与 IBM 电脑兼容。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

· 分销途径不是主要的障碍。各类电子市场及电脑超市减轻了这种限制，因为这些商店愿意同时经营几种不同的品牌。DELL 的直销方式更使得分销途径不成为障碍。

· 既然实际上生产一台 PC 的所有零部件都可以买到，几乎没有什么能够阻碍企业进入该行业。Michael Dell 在 20 世纪 80 年代初创办 DELL 公司时，就是从在大学宿舍里组装电脑开始的。

· 苹果公司的 Macintosh 电脑、Sun 公司的工作站 HPC 新型掌上电脑等产品都是 PC 的替代或潜在替代品。

2. 供应商和买方的议价能力。供应商和买方对该行业的企业具有很强的议价能力，原因如下：

· PC 所用关键硬件和软件事实上都由垄断公司控制。Intel 公司控制着 CPU，微软公司 Windows 控制着操作系统。

· 作为消费群主要部分的公司买主对 PC 价格高度敏感，这是因为 PC 支出占其经营成本的很大比重。而且，个人消费者对个人电脑技术越来越了解时，电脑的品牌已经很少影响他们的购买决策了。买主日益把电脑视为一种商品，购买时主要考虑的是价格因素。买方因此具有很强的议价能力。

综上所述，由于进入 PC 业十分方便，不同生产商之间展开了激烈的价格竞争。对企业来说，迅速宣传新产品、保持高质量以及提供出色的售后服务是必需的，这些都要花费一大笔钱，从而导致行业的利润率较低；而供应商和买方很强的议价能力又进一步降低了利润潜力。这样，尽管 PC 代表了一个高技术和高成长的新兴行业，但其利润潜力却很低。

由于个人电脑业基本结构没有多大变化，在投入产出市场上还没有可能出现向微软和 Intel 公司的统治地位发起挑战的企业，而来自 PC 的各类替代品的威胁也在增加，这导致 PC 业的盈利能力至少在近期内不可能有大的提高。

第三节 证券投资的公司因素分析

上市公司股票价格的变化，除了受宏观经济形势和公司所处行业的发展趋势影响之外，还受到公司内在因素的影响。投资者通过对影响公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司股价变动的公司内部因素、公司经营策略、公司历史业绩和公司前景的分析，可以判断出某个公司投资价值的高低以及股价的可能变动趋势。

一、影响公司股价变动的内部因素

（一）盈利能力

公司盈利能力大小，是一个公司是否值得投资的关键因素。理论上，公司的盈利能力强，公司的盈余就会增加，可供派发的股息就多，公司的股价就会上涨；反之，股价可能下跌。经统计显示，公司股票价格的变化往往发生在公司盈利水平变动之前，变动的幅度显著超出公司盈利的变动幅度。所以，投资者要对盈利能力事先做出预测。

（二）股利派发政策

公司的股利派发政策直接影响股票价格。一般来说，股利是股价的基础，也是投资者选择股票的标准。股利高，股价上涨；股利低，股价下降。公司盈利的增加并不意味着股利也能增加，盈利的增加只不过为增加股票股利提供了可能性。公司盈利增加后，可以不增加股利而是扩大投资，也可能是增加股利的派发。如果公司宣布增加股利，股票价格上升；如果减少股利，则股票价格下降。

公司发放股利的形式有许多种，除了现金股利外，还有股票股利、财产股利等，公司有时还会对公司股票进行分割，或者在市场上收购公司股票，抬高股价，从而使股东获得资本利得。股份分割后，虽然持有人的股份并没有改变，但它能给股票持有人带来更高的希望，往往比公司宣布增加股利更富吸引力，因而会刺激股价上升。同样，股票分红也比增加现金股利更受投资者欢迎，亦成为影响股价的因素。因此，投资者在分析股利多寡时，要从不同角度综合考虑，要计算以其他方式流入股东手中的股利是多少。

（三）资产账面价值

每股账面价值又称每股净资产。这里所说的账面净资产是指公司账面上的公司总资产减去负债后的余额，即股东权益总额。每股净资产指标反映了在会计期末每一股份在公司账面上到底值多少钱，它与股票面值、发行价值、市场价值乃至清算价值等往往有较大差距。它反映公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的含金量是多少，是投资者衡量上市公司股票投资价值的指标。在公司性质相同、股票市价相近的条件下，某一公司股票的每股净资产越高，则公司发展潜力与其股票的投资价值越大，投资者所承担的投资风险越小，越容易受到人们的追捧。但是，也不能一概而论，在市场投机气氛较浓的情况下，每股净资产指标往往不太受重视。投资者，特别是短线投资者注重股票市价的变动，有的公司的股票市价低于其账面价值，投资者会认为这个公司没有前景，从而失去对该公司股票的兴趣；如果市价高于其账面价值，而且差距较大，投资者会认为公司前景良好，有潜力，因而甘愿承担较大的风险购进该公司股票。

（四）股份变动

当公司有新股发行和上市，公司有收购兼并事件发生时，对股票价格影响极大，而且这种影响是多方面的。

（五）领导变动

根据公司章程，股份公司要定期进行董监事改选。每逢此时，有意控制上市公司管理权的实力大户会逐步买进该公司的股票。市场上的股价受其影响就会节节上升，敏锐的投资者可以从股市行情的波动中判断出来，积极参与购进，以待价格高位时抛出，获取资本利得。因此，每一次领导变动前后都会引起股价的涨落。

（六）公司的竞争能力

公司竞争能力的强弱，也会引起公司股价的涨跌。公司的竞争能力主要看公司是否是市场的领导者。在一个行业中，上市公司在行业中的地位，将决定该公司竞争能力的强弱。如果某公司为该行业的领头羊，其产品在市场上占主导地位，其他同行业的企业都无法与其抗衡，则该公司的竞争能力就较强，在行业中有较强的号召力，因而该公司的股价将相对稳定或稳步上扬。公司的竞争能力主要用以下三个指标来衡量：①年销售额；②销售额的年增长率；③销售额的稳定性。因为，效益好并能长期存在的公司，其市场占有率必须是长期稳定并呈增长趋势的。比如，可口可乐公司的产品遍及世界各国，在每个销售区其市场占有率均是当地饮料的三强之一，如此巨大而稳定的市场份额是公司的立身之本，也是公司的利润之源。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（七）管理人员的素质和管理才能

一个企业的兴衰与企业管理层的能力、素质和开拓精神有密切的联系，很多时候对企业的投资实际上是对管理层的认同。一个有能力的企业家可以挽救一个经营陷于困境的企业，优秀的企业家总是有胜人一筹的长远决策能力。上市公司管理层的素质和管理才能，对于公司的发展是非常重要的，投资者也会以此为依据评价公司的成长性。

除了以上因素以外，公司股票流通盘大小、流通市值高低、成长性的好坏、行业前景、政策性扶持程度、上市时间的长短、机构平均成本的高低、往年送配的情况等都是影响公司市场价格的主要因素，只有通过对这些因素的充分挖掘，在充分认知其公司价值的基础上，才能充分了解该公司的市场价值。

二、公司财务状况分析

财务状况分析就是通过一定方法根据企业一定时期连续的财务报表，比较各期有关项目的变化情况，以反映企业的财务状况变化及其基本趋势。

（一）财务报表

财务状况分析的主要对象是财务报表，企业的财务报表包括资产负债表、利润表、现金流量表和所有者权益（或股东权益）变动表。财务报表分析是以企业基本活动为对象，以财务报表为主要信息来源，以分析和综合为主要方法的系统认识企业的过程，其目的是了解过去、评价现在和预测未来，以帮助报表使用人做出投资决策。

1. 资产负债表。资产负债表（Balance Sheet）是反映企业在某一特定日期财务状况的报表。资产负债表是静态报表，表明在某一特定日期企业所拥有的经济资源、所承担的债务和所有者拥有的权益。该表是根据“资产=负债+所有者权益”的平衡公式进行编制的，分为左右两方，左方是各项资产，右方为负债和所有者权益。“资产”表示企业所拥有的财产，“负债和所有者权益”表示企业资金的来源和每一种来源提供了多少金额的资金。由于企业所拥有的各项财产都是由债权人和所有者提供的，因此，债权人和所有者所享有的权利必须和企业的全部资产相等，即资产负债表的左方总计和右方总计永远是相等的。合并资产负债表见表12-1。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 12-1 合并资产负债表

2009 年 12 月 31 日

编制单位：上海嘉宝实业（集团）股份有限公司 单位：元 币种：人民币

项 目	附注	期末余额	年初余额
流动资产：			
货币资金		1 176 683 931.49	941 576 087.21
交易性金融资产		28 387 335.00	66 487 025.00
应收票据		2 621 860.00	3 354 900.00
应收账款		28 705 964.94	36 509 707.68
预付款项		20 227 996.71	21 778 504.77
应收利息			
应收股利			1 295 059.08
其他应收款		28 323 620.82	118 649 190.85
存货		1 030 418 859.38	611 122 041.94
一年内到期的非流动资产			
其他流动资产			
流动资产合计		2 315 369 568.34	1 800 772 516.53
非流动资产：			
发放贷款及垫款			
可供出售金融资产		43 282 024.71	105 008 933.17
持有至到期投资			
长期应收款			
长期股权投资		392 060 143.62	253 344 579.23
投资性房地产		148 342 809.88	149 267 499.01
固定资产		49 021 230.50	50 275 906.29
在建工程		12 320 273.00	24 306 847.93
工程物资			

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

项　目	附注	期末余额	年初余额
固定资产清理			
生产性生物资产			
油气资产			
无形资产			
开发支出			
商誉			
长期待摊费用		235 616.60	317 516.60
递延所得税资产		27 414 071.30	11 285 178.06
其他非流动资产			
非流动资产合计		672 676 169.61	593 806 460.29
资产总计		2 988 045 737.95	2 394 578 976.82
流动负债：			
短期借款		138 000 000.00	158 000 000.00
交易性金融负债			
应付票据			
应付账款		60 805 950.48	54 566 834.43
预收款项		804 246 302.76	449 807 566.90
应付职工薪酬		55 290 225.14	48 723 838.77
应交税费		-35 132 152.74	14 572 290.96
应付利息		283 883.18	257 670.00
应付股利		5 888 596.07	5 955 988.07
其他应付款		369 312 206.82	96 397 262.07
一年内到期的非流动负债			
其他流动负债			

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

项 目	附注	期末余额	年初余额
流动负债合计		1 398 695 011.71	828 281 451.20
非流动负债：			
长期借款		20 000 000.00	75 000 000.00
应付债券			
长期应付款			
专项应付款			
预计负债		248 957.62	202 841.20
递延所得税负债		7 907 565.62	29 663 745.58
其他非流动负债			
非流动负债合计		28 156 523.24	104 866 586.78
负债合计		1 426 851 534.95	933 148 037.98
股东权益：			
股本		514 303 802.00	395 618 309.00
资本公积		671 421 579.85	715 003 437.97
减：库存股			
盈余公积		67 658 808.44	46 350 507.88
一般风险准备			
未分配利润		256 419 347.25	249 868 734.20
外币报表折算差额			
归属于母公司所有者权益合计		1 509 803 537.54	1 406 840 989.05
少数股东权益		51 390 665.46	54 589 949.79
股东权益合计		1 561 194 203.00	1 461 430 938.84
负债和股东权益合计		2 988 045 737.95	2 394 578 976.82

公司法定代表人：钱明　　　　主管会计工作负责人：阎德松

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从表 12-1 可知，资产负债表反映了企业在期末结余的全部资产、负债和所有者权益的存量情况，利用该表可以了解企业的变现能力和偿债能力，与其他报表结合还可以了解企业的盈利能力。

2. 利润表。利润表（Income Statement）是反映企业一定会计期间经营成果的报表。利润表是动态报表。利润表编制的要素是收入、费用和利润。

利润表的格式有单步式和多步式两种。我国企业会计制度规定利润表的格式为多步式。多步式利润表的编制方法是自上而下分层次列出各项收入与费用（成本）的累计金额，二者相减得出盈亏。合并利润表见表 12-2。

表 12-2 合并利润表

2009 年 12 月 31 日

编制单位：上海嘉宝实业（集团）股份有限公司 单位：元 币种：人民币

项　目	附注	本期金额	上期金额
一、营业总收入		881 951 804.73	839 252 652.71
其中：营业收入		881 951 804.73	839 252 652.71
二、营业总成本		857 145 094.87	753 687 541.37
其中：营业成本		758 084 295.36	616 723 036.94
营业税金及附加		27 529 669.95	46 755 715.05
销售费用		19 764 761.08	15 101 976.61
管理费用		52 500 856.65	74 057 271.73
财务费用		-1 839 014.69	-699 803.44
资产减值损失		1 104 526.52	1 749 344.48
加：公允价值变动收益（损失以“-”号填列）		-48 443 495.00	27 412 513.98
投资收益（损失以“-”号填列）		156 695 839.29	90 307 377.10

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

项 目	附注	本期金额	上期金额
其中：对联营企业和合营企业的投资收益		136 303 871.10	61 232 750.51
三、营业利润（亏损以“-”号填列）		133 059 054.15	203 285 002.42
加：营业外收入		33 788 308.09	5 438 239.00
减：营业外支出		8 641 676.95	974 748.43
其中：非流动资产处置净损失		6 600 009.80	393 798.92
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）		158 205 685.29	207 748 492.99
减：所得税费用		-12 336 989.33	44 973 700.79
五、净利润（净亏损以“-”号填列）		170 542 674.62	162 774 792.20
归属于母公司所有者的净利润		166 383 113.13	152 203 427.91
少数股东损益		4 159 561.49	10 571 364.29
六、每股收益：			
（一）基本每股收益		0.324	0.346
（二）稀释每股收益		0.324	0.346

公司法定代表人：钱明　主管会计工作负责人：阎德松　会计机构负责人：林瑞玉

从表12-2可知，利润表可以体现企业的实际绩效，如与资产负债表结合起来可以全面反映企业的盈利能力。由于多步式利润表注意收入与费用配比的层次，因此便于投资者对企业生产经营情况进行分析，有利于不同企业间进行比较。更重要的是，通过利润表提供的不同时期的比较数字，可以分析预测企业今后利润的发展趋势。

3. 现金流量表。现金流量表（Cash Flow Statement）是反映企业在一定期间内现金和现金等价物流入流出过程的信息报表，从一个侧面展现出企业资产负债表和利润表信息的质量。合并现金流量表见表12-3。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 12-3 合并现金流量表

2008 年 12 月 31 日

编制单位：上海嘉宝实业（集团）股份有限公司 单位：元 币种：人民币

项 目	附注	本期金额	上期金额
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金		1 268 148 407.75	775 430 312.82
收到的税费返还		32 570 411.85	2 051 078.97
收到其他与经营活动有关的现金		469 455 639.98	225 748 064.05
经营活动现金流入小计		1 770 174 459.58	1 003 229 455.84
购买商品、接受劳务支付的现金		1 180 850 243.93	726 073 113.84
支付给职工以及为职工支付的现金		40 882 890.45	44 735 585.14
支付的各项税费		95 032 512.01	60 456 544.69
支付其他与经营活动有关的现金		109 714 222.62	141 220 158.09
经营活动现金流出小计		1 426 479 869.01	972 485 401.76
经营活动产生的现金流量净额		343 694 590.57	30 744 054.08
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金		27 220 638.75	44 308 352.03
取得投资收益收到的现金		22 282 990.08	33 301 126.20
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额		10 393 105.71	233 660.00
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额			11 393 374.15
收到其他与投资活动有关的现金			60 546.50
投资活动现金流入小计		59 896 734.54	89 297 058.88
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金		13 760 088.65	11 455 482.71
投资支付的现金		36 937 188.61	96 753 960.05

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

项　目	附注	本期金额	上期金额
质押贷款净增加额			
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额			
支付其他与投资活动有关的现金			
投资活动现金流出小计		50 697 277.26	108 209 442.76
投资活动产生的现金流量净额		9 199 457.28	-18 912 383.88
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金			579 938 400.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金			
取得借款收到的现金		168 000 000.00	253 000 000.00
发行债券收到的现金			
收到其他与筹资活动有关的现金			
筹资活动现金流入小计		168 000 000.00	832 938 400.00
偿还债务支付的现金		243 000 000.00	188 000 000.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金		42 587 418.44	9 326 870.51
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润		7 425 907.62	4 851 017.18
支付其他与筹资活动有关的现金			16 718 998.99
筹资活动现金流出小计		285 587 418.44	214 045 869.50
筹资活动产生的现金流量净额		-117 587 418.44	618 892 530.50
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响		-198 785.13	82 913.56
五、现金及现金等价物净增加额		235 107 844.28	630 807 114.26
加：期初现金及现金等价物余额		941 576 087.21	310 768 972.95
六、期末现金及现金等价物余额		1 176 683 931.49	941 576 087.21

公司法定代表人：钱明　主管会计工作负责人：阎德松　会计机构负责人：林瑞玉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从表 12–3 可知，现金流量表是按收付实现制原则编制的，因此不受会计核算方法的影响。企业全部现金流量由经营活动、投资活动、筹资活动产生的现金流量组成。相比利润指标，现金流量可以更准确地揭示企业是否有能力偿还债务、支付利息和分配股利以及是否具有持续性等，投资者可以据此做出投资决策。

因为，企业的现金状况是企业生存和发展的基础。现金流量比利润更重要。现金犹如企业日常运作的“血液”，对现金流量表分析，可初步得出企业日常运作的好坏。获得足够的现金是企业创建优良经营业绩的有力支撑，一个企业的账面利润再高，如果没有相应的现金流量，依然无法进行正常的经营活动，甚至会使财务状况恶化，最终导致破产。在 1997 年的亚洲金融风暴中，最令人感到震惊的恐怕就是香港“百富勤”的被迫清盘了。“百富勤”因无法及时筹集 6 000 万美元以偿还到期债务，最终导致崩溃。事实上“百富勤”只是定息市场业务在东南亚金融危机中蒙受了巨大损失，但集团整体仍在盈利，也远未达到资不抵债的地步，但终因现金不足无法清偿到期债务，被迫清盘。所以说，只有现金流量与利润同步增长才能说明企业增长具有可信度。分析现金流量为评判企业价值提供了一种比考察利润更为客观的方法，它剔除了利润在各年的分布受折旧方法等人为因素的影响。对现金流量的分析表明，一个企业的价值应等于在企业生命周期内可产生的净现金流量的现值，这与巴菲特的现金决定企业价值的投资理念不谋而合。

从以上的简单讨论可见，现金流量要比利润指标更能反映企业的经营质量和企业的价值。

4. 所有者权益变动表。所有者（股东）权益变动表（Retained Earnings Statement，Owner's Equity Statement）是反映企业在一定会计期间所有者权益（股东权益）变动情况的报表。所有者（股东）权益变动表是动态报表，该表是根据所有者权益（股东权益）的增减变动来展示的。合并所有者（股东）权益变动表见表 12–4。

从表 12–4 可知，所有者权益变动表是根据当期净利润、直接计入所有者权益的利得和损失项目、所有者投入资本和向所有者权益分配利润、提取盈余公积等情况分析填列的，反映企业年末所有者权益变动情

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 12-4

合并所有者(股东)权益变动表

2009 年 1—12 月

编制单位:上海嘉宝实业(集团)股份有限公司　　　　单位:元　币种:人民币

项目	本年金额								
	归属于母公司所有者权益							少数股东权益	所有者权益合计
	股本	资本公积	减:库存股	盈余公积	一般风险准备	未分配利润	其他		
一、上年年末余额	395 618 309.00	715 003 437.97		46 350 507.88		249 868 734.20		54 589 949.79	1 461 430 938.84
加:同一控制下企业合并产生的追溯调整									
会计政策变更									
前期差错更正									
其他									
二、本年年初余额	395 618 309.00	715 003 437.97		46 350 507.88		249 868 734.20		54 589 949.79	1 461 430 938.84
三、本年增减变动金额(减少以"-"号填列)	118 685 493.00	-43 581 858.12		21 308 300.56		6 550 613.05		-3 199 284.33	99 763 264.16
(一)净利润						166 383 113.13		4 159 561.49	170 542 674.62
(二)直接计入所有者权益的利得和损失		-43 581 858.12							-43 581 858.12
1. 可供出售金融资产公允价值变动净额		-58 109 144.16							-58 109 144.16
2. 权益法下被投资单位其他所有者权益变动的影响									
3. 与计入所有者权益项目相关的所得税影响		14 527 286.04							14 527 286.04
4. 其他									

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

项　目	本年金额								
	归属于母公司所有者权益							少数股东权益	所有者权益合计
	股　本	资本公积	减：库存股	盈余公积	一般风险准备	未分配利润	其他		
上述(一)和(二)小计		-43 581 858.12				166 383 113.13		4 159 561.49	126 960 816.50
(三)所有者投入和减少资本									
1.所有者投入资本									
2.股份支付计入所有者权益的金额									
3.其他									
(四)利润分配				21 308 300.56		-41 147 007.08		-7 358 845.82	-27 197 552.34
1.提取盈余公积				21 308 300.56		-21 308 300.56			
2.提取一般风险准备									
3.对所有者(或股东)的分配						-19 780 932.94		-7 332 731.52	-27 113 664.46
4.其他						-57 773.58		-26 114.30	-83 887.88
(五)所有者权益内部结转	118 685 493.00					-118 685 493.00			
1.资本公积转增资本(或股本)									
2.盈余公积转增资本(或股本)									
3.盈余公积弥补亏损									
4.其他	118 685 493.00					-118 685 493.00			
四、本期期末余额	514 303 802.00	671 421 579.85		67 658 808.44		256 419 347.25		51 390 665.46	1 561 194 203.00

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

况。投资者利用所有者（股东）权益变动表可以了解企业所有者权益（股东权益）变动情况及结果，通过所有者（股东）权益变动表提供的不同时期的比较数字，可以分析企业资金结构及发展趋势，了解投资者投入资本的完整性。

（二）财务分析

企业财务分析的方法主要有比较分析法、比率分析法、因素分析法。

对上市公司财务指标进行比较分析的方法主要包括：①将分析期的财务实际数据与计划数据进行对比，以分析实际与计划的差异，比较计划的实际完成情况；②将分析期的实际数据与过去连续几年的财务报表的有关数据进行对比，以比较分析期实际数据与过去不同时期实际数据的差异，从而能对公司持续经营能力、财务状况变动趋势、盈利能力做出分析，并预测公司未来的发展趋势；③把公司的实际数据与同行业的平均或先进水平的数据进行比较，从而确定公司财务状况与本行业平均或先进水平的财务状况的差异，通过比较得出公司在行业中的地位，认清优势与不足，正确确定公司的价值。

比率分析法是指在同一期财务报表的若干不同项目或类别之间，用相对数揭示它们之间的相互关系，以分析和评价公司财务状况和经营成果的一种方法。

因素分析法又称连环替代法，是指在财务指标对比分析确定差异的基础上，利用各种因素的顺序替代，从数值上测定各个相关因素对有关财务指标差异的影响程度的一种方法。这种分析方法首先确定某个指标的影响因素及各因素的相互关系，然后依次把其中一个当作可变因素进行替换，最后再分别找出每个因素对差异的影响程度。一般地，因素的排列顺序为：先数量指标，后价值指标；先外延，后内涵。

本教材重点介绍比率分析法。财务比率可分为以下五类：

1. 公司偿债能力分析

公司偿债能力是指公司偿还各种到期债务的能力。如果公司债务结构不合理，短期内到期的债务比较多，而公司又没有那么多的现金偿还债务的话，那么公司就会陷入债务危机之中，如公司又不能融通到足够的资金归还到期债务，则该公司可能会破产，公司没有足够的清偿能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力，即使盈利能力再高，也是一个危险的企业。所以，公司偿债能力是测试公司的经营基础是否稳固、企业财务结构是否合理的指标。公司偿债能力的大小是任何与公司有关联的人员所关心的重要问题之一。

偿债能力分析包括短期偿债能力分析、长期偿债能力分析以及偿债能力保障程度分析。

（1）短期偿债能力分析。短期偿债能力是指公司以流动资产偿还流动负债的能力。反映公司短期偿债能力的财务比率主要有流动比率、速动比率。

①流动比率。它是指全部流动资产除以全部流动负债的比率，流动比率可以反映公司的短期偿债能力的高低。用公式表示为：

$$流动比率=\frac{流动资产}{流动负债}\times100\%$$

一般而言，生产类上市公司合理的最佳流动比率应该是2。这是由于在流动资产中，变现能力最差的存货金额约占流动资产总额的一半，剩下的流动性较大的各类流动资产总额至少要等于流动负债，这样，公司的短期偿债能力才会有保证。但是，这样计算出来的流动比率，只有与同行业平均流动比率、本公司历史的流动比率进行比较，才能知道这个比率是高还是低。

如果要分析流动比率高或低的原因，必须分析流动资产和流动负债所包括的内容以及公司经营上的因素。一般情况下，公司的营业周期、流动资产中的应收账款数额和存货的周转速度是影响流动比率的主要因素。

需要注意的是，流动比率并非越高越好。流动比率过高表示公司可能没有充分有效地运用资金，或者是由于存货的超储、积压过多所致。因此，流动比率过高并不一定表示公司财务状况良好。

②速动比率。流动比率越高，公司的偿债能力也就越强，但是流动比率没有考虑公司流动资产中个别资产项目的流动性。流动性即在不需要进行大幅度价格让步的情况下，公司资产转换成现金的能力。所以要用速动比率来测试公司资产的流动性。

速动比率也称酸性测试比率，是指从流动资产中扣除存货部分，再除以流动负债所得的比率。其计算公式为：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

$$速动比率=\frac{流动资产-存货}{流动负债}\times 100\%$$

一般正常的速动比率为1，低于1的速动比率被认为是短期偿债能力偏低。在不同的行业中，速动比率会有很大的不同。如采用大量收取现金销售的商业公司，应收账款很少，速动比率大大低于1是很正常的；而一些应收账款较多的工业公司，速动比率可能大于1。

在计算速动比率时，要把存货从流动资产中减去，这主要是因为：其一，在流动资产中，存货的流动性最差；其二，部分存货可能已经损失但还没有处理；其三，部分存货可能已抵押给债权人；其四，存货估价存在成本价与合理市价的差异。

应收账款的变现能力是影响速动比率真实性的一个重要因素。公司会计账面上的应收账款不一定都能变成现金，因此，实际的坏账可能比计提的坏账准备要多。而且，由于公司业务的季节变化，可能使公司财务报表中的应收账款数额不反映平均水平。

（2）长期偿债能力分析。长期偿债能力可以从公司资本结构中反映出来。对于公司的投资者及长期债权人而言，他们不仅关心公司的短期偿债能力，而且更关心公司的长期偿债能力。反映公司长期偿债能力的财务比率有资产负债率、产权比率、有形净值债务率。

①资产负债率。资产负债率是公司的负债总额除以资产总额的比率。资产负债率反映在总资产中有多大比率是通过借债来筹集的，同时也可以衡量公司在资产清算时债权人有多少权益。资产负债率的计算公式为：

$$资产负债率=\frac{负债总额}{资产总额}\times 100\%$$

上述公式中的负债总额不仅包括长期负债，而且也包括短期负债。因为短期负债作为一个整体，公司总是长期占用着的，所以可以看成是长期性资本来源的一部分。

资产负债率说明在公司每100元资产中，有多少是由负债构成的。通常，公司的资产负债率应控制在50%左右为宜，由此看来，从公司债权人的立场来讲，债权人最关心借给公司的款项的安全性。因此，债权人希望公司的资产负债率越低越好，这样，公司的偿债能力有保证，借款的安全系数就高。从公司投资者的角度来看，如果公司全部资本利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

润率高于借款利息率，则资产负债率越高越好；反之，则越低越好。而从公司经营者角度来看，如果资产负债率很高，超出债权人的心理承受程度，公司就借不到钱。如果公司资产负债率很低，这说明公司在经营过程中比较谨慎，不轻易借款进行投资；或者是自有资金比较充足，暂时还不需要大规模的举债。

②产权比率。公司产权比率也称为债务股权比，它是衡量公司长期偿债能力的一个指标。产权比率的计算公式为：

$$产权比率=\frac{负债总额}{股东权益总额}\times 100\%$$

产权比率反映由债权人提供的资本与股东提供的资本的相对关系，反映公司基本财务结构是否稳定。一般而言，股本大于借入资本较好。从投资者的角度来分析，产权比率高，是高风险、高报酬的财务结构；产权比率低，是低风险、低报酬的财务结构。

③有形净值债务率。公司的有形净值债务率是公司负债总额占有形净值的比率。有形净值是将公司的股东权益减去无形资产净值的差额，即股东所具有所有权的有形资产的净值。其计算公式为：

$$有形净值债务率=\frac{负债总额}{股东权益-无形资产净值}\times 100\%$$

有形净值债务率是产权比率的延伸，从公司长期偿债能力来讲，有形净值债务率越低越好。由于无形资产包括商誉、商标、专利权以及非专利技术等，是不一定能用来还债的，为谨慎起见，一律视其为不能还债的资产，而将其从股东权益中扣除。

（3）偿债能力保障程度分析。偿债能力保障程度主要衡量公司对固定利息费用所提供的保障程度。反映偿债能力保障程度的财务比率是已获利息倍数。

已获利息倍数是指公司经营业务收益与利息费用的比率，用于衡量公司偿付借款利息的能力。其计算公式为：

$$已获利息倍数=\frac{税后利润+所得税+利息费用}{利息费用}$$

已获利息倍数越大，公司到期不能支付利息的风险就越小；反之，则公司到期不能支付利息的风险就越大。一般认为，公司已获利息倍数为3时，公司即具有良好的偿付利息的能力。但已获利息倍数也有缺

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

点，因为公司除偿还利息外，还必须偿还借款本金。尽管公司短期内不立即偿还本金，但也应建立偿债基金，以备借款到期时有足够的资金用于偿还所欠债务。

2. 资本结构分析

资本结构分析主要是分析企业资产与负债、股东权益之间的相互关系，反映企业使用财务杠杆的程度及财务杠杆的作用。

①股东权益比率。它是股东权益对总资产的比率，简称权益比率。其公式为：

$$股东权益比率=\frac{股东权益}{资产总额}\times100\%$$

股东权益包括普通股票股本、优先股票股本、资本公积金以及保留盈余等。对股东来说，股东权益比率过高，意味着企业不敢负债经营，没有积极地利用财务杠杆作用。在企业的资本利润率高于融资的固定利率或费用时，财务杠杆发挥积极有效的作用，股东权益比率偏低些较好。但是，如果企业的资本利润率低于融资成本时，股东权益比率过低意味着利息负担过重，财务杠杆发挥消极的负面作用。对债权人来说，股东权益比率高意味着企业资金来源中股东投资的比率大，举债融资的比率小，债权人的权益受到保护的程度大。

②负债比率。负债比率（Debt Ratio）即资产负债比率，已在长期偿债能力分析中论述。

股东权益比率与负债比率二者相加应该等于100%。这两个比率结合起来分析，可反映公司的资本结构、两种资本在公司总资本中的比例关系以及各自的作用。

③长期负债比率。长期负债比率是长期负债占固定资产的比率。其公式为：

$$长期负债比率=\frac{长期负债}{固定资产}\times100\%$$

这一比率反映公司固定资产中长期负债占的比率，如果这一比率较高，说明公司过多地依赖长期债务购置固定资产，由于固定资产流动性较差，债权人的权益受保护程度小。这一比率较低，说明公司尚未充分利用财务杠杆作用，也说明公司尚有较大的潜在借债能力，特别是在需要用固定资产作抵押时，可为债权人提供安全保障。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

④股东权益占固定资产比率：

$$股东权益占固定资产比率=\frac{长期负债}{固定资产}\times 100\%$$

由于股东权益主要用于固定资产投资，所以这一比率可反映公司股东投资是过多还是不够充分。这一比率与长期负债比率比较，表明公司购置固定资产的两个资金来源以及各占多少比率。一般情况下，股东权益占固定资产比率应略大于50%，而长期负债比率应略小于50%为好。

3. 公司营运能力分析

营运能力比率也称资产管理比率，是用来衡量公司资产管理方面效率的财务比率。它主要取决于公司资产与权益周转的速度。公司资产与权益的周转速度越快，公司资金的使用效率就越高，公司的营运能力就越强；反之，公司的营运能力就越差。

①应收账款周转率。公司的应收账款在流动资产中具有举足轻重的地位。公司应收账款如能及时收回，公司的资金使用效率便能大幅提高，应收账款周转率是评估企业应收账款的变现速度和企业流动资产周转状况的重要指标。其计算公式为：

$$应收账款周转率=\frac{赊销净额}{平均应收账款净额}\ （次/年）$$

式中：$平均应收账款净额=\frac{（年初应收账款余额+年末应收账款余额）}{2}$

$$应收账款周转天数=\frac{360}{应收账款周转率}=\frac{平均应收账款净额\times 360}{销售收入}$$

一般而言，公司的应收账款周转率越高，平均收账期越短，说明公司的应收账款回收得快；反之，则公司的营运资金过多地呆滞在应收账款上，会严重影响公司资金的正常周转。

同时，也有一些因素会影响应收账款周转率和周转天数的计算。首先，由于公司生产经营的季节性原因，使应收账款周转率不能正确反映公司销售的实际情况。其次，公司在产品销售过程中大量使用分期付款的方式。再次，有些公司采取大量收取现金方式进行销售。最后，有些公司年末销售量大增或年末销售量大幅度下降。这些因素都会对应收账款周转率或周转天数造成很大的影响。财务报表的分析者应将公司的应收账款周转率与周转天数与公司前期指标、行业平均水平和其他类似公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司相比较，才能分析、判断公司该指标的水平。

②存货周转率分析。存货周转率是衡量和评价公司购入存货、投入生产、销售收入等各环节管理状况的综合性指标。存货周转率是销售成本与平均存货的比率。用时间表示的存货周转率就是存货周转天数。其计算公式为：

$$存货周转率=\frac{销货成本}{平均存货}\times 100\%$$

式中：$平均存货=\frac{期初存货+期末存货}{2}$

或 $=\frac{\sum_{1}^{12}年度内每月末存货余额}{12}$

存货周转天数=360/存货周转率

公司存货的流动性如何，将直接影响公司的流动比率。一般而言，公司存货的周转速度越快，存货的占用水平就越低，流动性越强，存货的变现速度越快。所以，提高存货周转率可以提高存货的变现能力。

存货周转率和存货周转天数分析的目的是找出公司存货管理中存在的问题，从而提高存货管理的水平，使存货管理在保证公司生产经营连续性的同时，尽可能少占用公司的经营资金，提高公司资金的使用效率，促进公司管理水平的提高。

③总资产周转率分析。总资产周转率是公司销售收入与平均资产总额的比率。其计算公式为：

$$总资产周转率=\frac{销售收入}{平均资产总额}$$

式中：平均资产总额=（年初资产总额+年末资产总额）/2

总资产周转次数越多，周转天数越少，则表明一家公司全部资产的利用效率越高，公司的获利能力就越强。

4. 公司盈利能力分析

企业盈利能力分析主要反映资产利用的结果，即企业利用资产实现利润的状况，通过对盈利能力指标的长期趋势分析，可判断公司的投资价值。

①销售毛利率。销售毛利率是指企业的销售收入与销售成本的差额（或是营业收入与营业成本的差额）占销售收入的百分比。其计算公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

式为：

$$销售毛利率=\frac{利润总额}{销售收入}\times100\%$$

销售毛利率表示每 1 元销售收入扣除销售成本后，用于期间费用和形成利润的部分。这是考核公司经营状况和财务成果的重要指标。一般来说，毛利率指标越高越好，但不同行业间的毛利率相差很大，而在同一行业中，各企业的毛利率差距不大，通过行业内的横向比较还是可以发现企业在定价、销售及成本控制等方面存在的问题及差距。

②销售净利率。企业销售净利率是指公司净利润占销售收入的百分比。其计算公式为：

$$销售净利率=\frac{净利润}{销售收入}\times100\%$$

销售净利率与净利润成正比，与销售收入成反比。销售净利率反映每 1 元的销售收入带来的净利润有多少，表示销售收入的最终收益水平，所以，销售净利率指标越高越好。通过分析销售净利率升降变动，可以促使企业在扩大销售的同时，改进经营管理，提高盈利水平。

③总资产报酬率。总资产报酬率（Return On Assets，ROA）又称总资产收益率，是指公司在一定时期内的净利润与资产总额的百分比。其公式为：

$$总资产报酬率=\frac{净利润}{平均资产总额}$$

式中：平均资产总额=（年初总资产+年末总资产）/2

总资产报酬率指标用来衡量公司利用全部资产实现利润的情况，即每 1 元钱的资产能获取多少净利润。该指标最能显示出公司的经营绩效。该比率越高表示公司运用经济资源的获利能力越强。

5. 投资者获利能力分析

①每股收益。每股收益是衡量公司每一股普通股所能获得的纯收益多少的一个指标。其计算公式为：

$$每股收益=\frac{净利润-优先股的股利}{发行在外的加权平均普通股股数}（元/股）$$

每股收益的计算关键在于普通股股数的确定。一般来说，年度中股数未发生变化时，以年终股数计算；年度中增加发行新股时，新股需按

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实际流通期间占全年时间之比率做权数加权计算。

每股收益是投资者评估股票内在价值的最重要的财务指标，它直接影响着普通股股东可获股息的多少和普通股的投资价值，该指标应该是越高越好。在分析每股收益指标时，应注意公司利用回购库存股的方式减少发行在外的普通股股数而使每股收益简单增加的问题。另外，如果公司将盈利用于派发股票股利或配售股票，就会使公司流通在外的股票数量增加，这样将会大量稀释每股收益。在分析上市公司公布的信息时，投资者应注意区分公布的每股收益是按原始股股数还是按完全稀释后的股份计算规则计算的，以免受到误导。

②股利支付率。股利支付率又称股息支付率、派息率，这一指标表明公司派发的普通股票股息在其税后净收益中所占的比率。其公式为：

$$股利支付率=\frac{每股股利}{每股净收益}\times100\%$$

股利支付率反映了上市公司的股利分配政策和支付股利的能力，也是投资者非常关心的一个指标。股息支付率与行业特点有关，收入较稳定的行业、处于稳定发展阶段的行业，往往股息率较高，而新兴的行业、成长性公司的股息支付率却很低。

③每股股利。每股股利是指公司股利总额与公司股数的比值。其计算公式为：

$$每股股利=\frac{股利总额}{股本总数}$$

每股股利反映的是上市公司每一普通股获取股利的大小。每股股利越大，则公司股本获利能力就越强。

影响上市公司每股股利发放多少的因素，除了上市公司获利能力大小以外，还取决于公司的股利发放政策。如果公司为了今后的扩大再生产，现在多留公积金，以增强公司发展的后劲，则当前的每股股利必然会减少；反之，则当前的每股股利会增加。

④每股净资产。每股净资产即每股净值，也称为每股账面价值（Bookvalue）或每股权益，是指企业期末净资产（即股东权益）与期末发行在外普通股股份总额的比值。其计算公式为：

$$每股净资产=\frac{净资产}{发行在外普通股票股数}$$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每股净资产的多少是由股份公司经营状况决定的，股份公司的经营业绩越好，其资产增值越快，每股净值就越高，表明公司的积累越丰厚，分红派息和持续经营的能力越强，股东所拥有的权益也越多。所以，每股净资产值是决定股票市场价格走向的主要根据。

⑤净资产收益率。净资产收益率是公司一定时期的税后净利润与净资产的比率。其计算公式为：

$$净资产收益率=\frac{净利润}{净资产}\times100\%$$

净资产收益率又称股东权益报酬率，投资者的投资在资产负债表中形成了股东权益部分，收益在利润表中表现为净利润。二者的比率被定义为股东权益报酬率（Return On Equity，ROE），该指标是反映企业所有股东，包括普通股股东和优先股股东投入资本所获取收益的能力。净资产收益率与股东们的经济利益密切相关，税后净利润是股东收益的基本来源，而净资产则是股东对企业的总投资金额。净资产收益率越高，说明公司投资者投入资本的获利能力越强，这一比率越高越好。证券市场的有关法规一般以净资产收益率作为上市公司取得增发或配股的必要条件。

⑥普通股净资产收益率

如果公司既发行普通股票，又发行优先股票，则还可以计算普通股净资产收益率，也称普通股股东权益报酬率，是指普通股股东的投资回报率。投资者对公司投资最关心的就是自己1元钱的投资，经过公司经营之后，每年能够带来多少收益。其计算公式为：

$$普通股股东权益报酬率=\frac{税后净利润-优先股的股利}{平均普通股股东权益}\times100\%$$

投资者还可以延伸分析市盈率和市净率指标。

⑦市盈率。市盈率（Price-Earning Ratio，P/E ）是指普通股每股市价与每股盈余的比率，也称为本益比，P/E 值。其计算公式为：

$$市盈率=\frac{每股市价}{每股盈利}\text{（倍数）}$$

市盈率反映股票投资者获得单位盈余所付出的成本，是投资者衡量股票的投资报酬率和风险最常用的指标。一般而言，市盈率越低越好，市盈率越低，表示公司的盈利能力越强或每股市价越低，因此，投资风

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

险就越小，股票的投资价值就越高；反之，则投资价值越低。然而，也有一种观点认为，市盈率越高，意味着公司未来成长的潜力越大，也即投资者对该股票的评价越高；反之，投资者对该股票的评价越低。同其他财务指标一样，市盈率指标的应用要具体情况具体分析，而且该指标的应用仅限于行业内部的横向比较，不同行业的公司之间缺乏可比性。

⑧市净率。市净率（Price-to-book ratio，P/B）是指普通股每股市价（P）和每股净资产（Bookvalue）的比值，也称 P/B 值。其计算公式为：

$$市净率=\frac{每股市价}{每股净资产}$$

该指标反映了市场对公司资产质量的评价，是投资者评价股票投资价值的一个重要指标。上市公司的每股内含净资产值高而每股市价不高的股票，即市净率越低的股票，其投资价值越高。相反，其投资价值就越小。但在判断投资价值时还要考虑当时的市场环境以及公司经营情况、盈利能力等因素。

市净率能够较好地反映出“有所付出，即有回报”的规则，它能够帮助投资者寻求哪个上市公司能以较少的投入得到较高的产出，对于大的投资机构，它能帮助其辨别投资风险。

投资者在使用财务比率分析公司财务状况时，要注意以下三点：

第一，财务比率分析所采用的公司财务报表的财务数据都属于历史数据，对于未来公司财务变动的预测有一定的参考价值。

第二，计算财务比率所使用的财务报表数据不一定反映公司财务的真实情况。这是因为公司财务报表是按会计准则编制的，所以公司财务报表上的财务数据符合企业会计准则的要求，但不一定完全反映公司财务的客观实际。例如：①财务报表数据未按通货膨胀或物价水平进行调整；②非流动资产的余额是按历史成本减折旧或摊销计算的，不代表现行成本或变现价值；③有许多项目，如科研开发支出和广告支出，从理论上讲是资本支出，但费用发生时已立即列作了当期费用；④有些项目是估计的，如无形资产摊销和公司开办费摊销，但这种估计未必正确；⑤公司发生了非常的或偶然的事项，如财产盘盈或坏账损失，可能歪曲本期的净收益，使之不反映盈利的正常水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三，个别公司可能选择不同的会计程序，使它们的财务比率失去可比性。对同一会计事项的账务处理，会计准则允许使用几种不同的规则或程序，公司可以自行选择。如：①存货成本和销货成本的计价，可以使用先进先出法、后进先出法、加权平均法、分批实际法等；②折旧的提取，可以使用加速折旧法和直接折旧法等；③对外投资的收益，可以使用成本法或权益法；④所得税费用的确认，可以使用应付税款法或所得税影响法。虽然在公司财务报表的附注说明文字中，对公司的主要会计政策有一定的说明，但财务报表的分析不一定能完成各公司财务比率可比性的调整工作。

因此，由于以上几方面的原因，投资者只能在有限的范围内使用财务比率，并且不能将其绝对化。

【案例】 中国联通（600050）投资价值分析

背景：中国联通（600050）发布了2009年半年报，并在8月31日上午召开了A股投资者关系会议。

上半年主要业绩概述：

（1）财务情况简述

2009年上半年，公司实现营业收入784.9亿元。其中，通信服务收入766.1亿元，同比下降4.2%，按可比口径同比下降3.1%。移动业务实现通信服务收入350.7亿元，同比增长6.2%；固网业务实现通信服务收入414.0亿元，同比下降11.4%，按可比口径同比下降9.8%。其中，固网宽带业务收入为人民币120.9亿元，同比增长10.3%。公司实现盈利65.1亿元，同比上年持续经营业务盈利下降42.1%，按可比口径计算同比下降33.0%，归属于母公司的净利润为21.9亿元，基本每股收益为0.103元。

（2）业务表现概述

上半年，公司GSM用户数累计净增701.2万户，用户总数达到14 037.7万户。ARPU（每用户平均收入）为人民币41.7元，同比下降4.3%，环比基本持平。移动增值业务收入占移动业务通信服务收入的比重达到26.8%。固网宽带用户累计净增483.2万户，用户总数达到3 491.3万户，ARPU为60.2元，同比下降13.5%；本地电话用户累计流失111.8万户，用户总数达到10 845.2万户。

关于iPhone，中国联通在半年报中发布消息，2009年8月28日，公司与苹果公司就未来3年内iPhone手机合作销售达成协议，将于2009年第四季度正式在中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国大陆市场推出 iPhone 手机。

分析：

1. 移动业务稳定增长，期待 3G 发力。公司 2009 年上半年移动业务实现通信服务收入 350.7 亿元，同比增长 6.2%，收入占比从去年同期的 41.9% 提高到 45.9%。GSM 用户累计净增 701.2 万户，用户总数达到 14 037.7 万户；GSM 通信使用量达到 2 048.3 亿分钟，比去年同期增长 10.2%。因为 3 家运营商竞争加剧，中国联通移动用户数市场份额有一定程度的下滑，从 2008 年 8 月的 21.94% 下滑到 2009 年 6 月份的 20.87%，新增用户市场份额仅为 12.56%。平均每用户每月收入（ARPU）值并未出现大幅下滑的趋势，2009 年为 41.7 元/户，和去（2008）年同期的 43.6 元/户/月相比，下降 4.3%，但和下半年的 41.0 元/户/月相比，环比基本保持平稳；平均每月每用户通话分钟数（MOU）为 248.9 分钟，比去年同期的 249.6 分钟/户/月下降 0.3%，但和全年下半年的 243.3 分钟/户/月相比，有小幅提升。在 3G 业务方面，公司未来推进方面有：（1）公司计划在 9 月 28 日推出 iPhone，可能是 iPhone 3G 的 8GB 机型以及 iPhone 3GS 的 16G 和 32G 机型。在 3G 移动终端方面，手机终端及上网卡会存在一定的频段占用及收入贡献匹配问题，考虑到资源有限，预计公司将会侧重于发展手机终端。（2）目前，公司试商用友好体验城市已达到 268 个。由于规模采购以及网络的协同效应，降低了建设成本，在原 3G 网络建设资本开支计划额度内，年内（2009）公司 3G 网络覆盖城市将由年初计划的 284 个扩大到 335 个。3G 建网进程快于预期。（3）3G 运营将有望带动公司移动业务 ARPU 值的提升。公司预计 3G 的 ARPU 值将达到 2G 的 1.5 ~2 倍。但因为 C 网和 G 网互搏教训，公司 3G 的营销策略，将不会采用低价及话音定位方式，否则将无法区分公司 3G 及 2G 业务特点。中国联通希望能通过其他方式撬动移动增值服务市场的收入增长。

2. 固网业务下滑超预期。公司 2009 年上半年固网业务实现通信服务收入 414.0 亿元，同比下降 11.4%，按可比口径同比下降 9.8%，收入占比从去年同期的 57.9% 下降到 53.9%。其中，宽带业务完成服务收入 120.9 亿元，比去年同期增长 10.3%，本地电话业务（固定电话及小灵通）完成服务收入 215.7 亿元，比去年同期下降 17.2%，固网非语音业务收入占固网通信服务收入（不含初装费）的比例达到 47.2%。上半年，固网宽带用户累计净增 483.2 万户，用户总数达到 3 491.3万户，ARPU 为 60.2 元，同比下降 13.5%；本地电话用户累计流失 111.8 万户，用户总数达到 10 845.2 万户，ARPU 为 32.0 元。未来推进的方面主要有：（1）固网移动融合采用的是捆绑型销售的方式，上半年主要是简单的捆绑，即共享时长、统一账户以及增值业务捆绑，下半年将通过深度捆绑的方式进一步推进。（2）公司将一方面通过宽带提速，另一方面通过增值业务的开展，提高固网业务

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的 ARPU 值。(3) 固网和无线宽带各具优势，公司仍会继续推进 FTTX。

3. 剔除不可比因素后成本费用率有所下降。2009 年上半年，公司共发生成本费用人民币 667.4 亿元，比去年同期增长 0.9%。若剔除上年同期不存在的新收购南方 21 省固网资产租赁费的不可比因素，调整后成本费用总计为 658.29 亿元，同比减少 0.5%，环比大幅下将 7.4%。受去年无线市话资产减值因素影响导致需计提折旧之资产余额下降，折旧及摊销发生人民币 235.2 亿元，比去年同期下降 2.8%；但预计四季度，新建 3G 资产陆续开始计提折旧，全年的折旧占比将可能持平并略有增加。随着网络及基站规模扩大，网络、营运及支撑成本 110.1 亿元，比去年同期增长 27.6%；受行业竞争加剧以及 3G 及全业务品牌全面推出等影响，销售费用 96.3 亿元，比去年同期增长 8.1%。

4. 设备价格下降导致公司资本支出减少。上半年公司共支出 372.5 亿元，低于全年预算 1 100 亿元的一半。其中 3G 部分 199.3 亿元，2G 部分 44.2 亿元，基础设施及传输网 60.1 亿元。主要原因是集采导致公司资本支出减少。预计全年的资本支出大约在 850 亿元左右，未来网络优化将成为公司投资的重点。

5. 盈利预测：预计公司 2009—2011 年 EPS 分别为 0.22 元、0.27 元、0.31 元。

资料来源：上海证券交易所. 中国联通 09 年半年报[R/OL]. [2009-08-29]. http://www.sse.com.cn/sseportal/cs/zhs/scfw/gg/ssgs/2009-08-29/600050.

本章基本概念

流动比率　速动比率　资产负债率　应收账款周转率　存货周转率　已获利息倍数　销售净利率　每股净资产　净资产收益率　总资产收益率　总资产周转率　市盈率　市净率

复习思考题

1. 简述基本分析的主要内容。
2. 为什么说宏观经济因素是影响证券市场价格变动最重要的因素?
3. 行业生命周期各阶段的特征主要有哪些?
4. 货币政策的变动对证券价格有何影响?
5. 利率变化如何影响股市行情?
6. 试述股市周期与经济周期的关系。
7. 试述影响行业兴衰的因素。
8. 如何通过财务报表对公司投资价值进行分析?
9. 根据书中上海嘉宝实业股份公司财务报表计算有关指标，对公司的偿债能力、营运能力、盈利能力及投资者获利能力进行分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

学习资料推荐

你可登录中国货币网查看货币净投放和净回笼情况、央票发行情况、公开市场操作情况：http：//www.chinamoney.com.cn/fe/Channel/5491。

你可登录中商情报网了解产业圈和各产业研究报告：http：//www.askci.com/industry；http：//www.askci.com/reports。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十三章

证券投资的技术分析



技术分析的理论和方法很多，有些专用于预测整个股市走势，有些用于预测单个股价走势，还有些两者都可预测。投资者可根据不同目的，分别选取使用。本章主要是对常用的技术分析方法进行简要介绍。使学生了解技术分析的三大假设及分析要素，技术分析的理论，主要技术指标，以及我国沪、深交易所实时行情盘口语言指标等。

证券投资可以给投资者带来收益，这些收益主要来自两个渠道：一个是从证券投资中获得股息或利息，这份收益的多少主要依赖于公司经营的好坏；另一个是证券在证券市场上价格的涨落。比较这两个渠道的收益，更富有戏剧性、刺激性、冒险性，因而也更引人注目的是第二个渠道的收益，即证券在其市场上价格神秘莫测的变化给证券投资者带来的资本利得收益更为人们所关注。证券投资的技术分析，就是通过对证券市场过去已经存在的各种证券价格变化的方向、幅度进行统计记录分析，并据此对证券市场上各证券的价格变化趋势进行预测，从而使投资者能够做出正确的投资判断。

第一节　技术分析概述

技术分析的理论基础是基于三项合理的市场假设：①市场行为涵盖一切信息；②价格沿趋势线移动；③历史会重演。

第一条假设是进行技术分析的基础。其主要的思想是认为任何一个

本章建议阅读资料：

1. 中国证券业协会．证券业从业资格考试统编教材——证券投资分析［M］．北京：中国财政经济出版社，2012.
2. 郑超文．技术分析详解［M］．上海：复旦大学出版社，1993.
3. 曹雪峰．证券技术指标精解［M］．上海：上海财经大学出版社，2001.
4. 鲁正轩．看盘高手［M］．广州：广东经济出版社，1999.
5. 乾隆电脑软件有限公司．钱龙股票投资技术分析软件：操作手册暨应用法则［M］．宁波：乾隆电脑软件有限公司，［2005］.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因素对证券市场的影响最终必然体现在股票价格的变动上，对价格的分析即对市场全部的分析，即外在的、内在的、基础的、政策的和心理的因素，以及其他影响股票价格的所有因素，都已经在市场的行为中得到了反映，技术分析人员只需关心这些因素对市场行为的影响效果，而不必对影响股票价格的具体因素是什么过多地关心。

第二条假设是进行技术分析最根本、最核心的因素。其主要思想是股票价格的变动是按一定规律进行的，股票价格有保持原来方向运动的惯性。一般说来，一段时间内股票价格一直是持续上涨或下跌，那么，今后一段时间，如果股价没有调头的内部和外部因素，股票价格也会按这一方向继续上涨或下跌，没有理由改变这一既定的运动方向。因此，技术分析人员应试图找出股票价格变动的规律，以此指导今后的股票买卖活动。否认了第二条假设，即认为即使没有外部因素影响，股票价格也可以改变原来的运动方向，技术分析就没有了立足之本。

第三条假设是从人的心理因素方面考虑的。在市场中进行具体买卖的是人，是由人决定最终的操作行为，这一行为受人类心理学中某些规律的制约。在证券市场中，一个人在某种情况下按一种方法进行操作取得成功，那么以后遇到相同或相似的情况，就会按同一方法进行操作。如果前一次失败了，后面这一次就不会按前一次的方法操作。证券市场的某个市场行为给投资者留下的阴影或快乐会长期存在。在进行技术分析时，一旦遇到与过去某一时期相同或相似的情况，应该与过去的结果比较。过去的结果是已知的，这个已知的结果应该作为现在预测未来的参考。

技术分析要素是：价、量、时、空。

市场行为中最基本的表现是成交价和成交量。技术分析就是利用这些资料，以图表分析和指标分析工具来解释、预测未来的市场走势。时间对行情的判断也有重要作用，在某一时点上的价和量反映的是买卖双方在这一点上共同的市场行为，是双方暂时的均衡点，随着时间的变化，均衡点会发生变化，这就是价量关系的变化。已形成的趋势短时间内不会发生根本变化，但经过一段时间趋势会改变。空间一定意义上可以认为是价格的一个方面，它指的是价格波动能够达到的从空间上考虑的限度，即价格的波动幅度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二节 技术分析理论

一、道氏理论

道氏理论是股市技术分析的鼻祖，是各种技术分析方法的理论基础。为了反映市场的总体趋势，它创立了著名的道·琼斯工业平均指数，并认为市场价格指数可以解释和反映市场的大部分行为。

道氏理论认为，股价变动趋势有三种，即长期趋势、中期趋势和短期趋势，三种趋势同时存在、相辅相成。

（一）长期趋势分析

证券市场的长期趋势也称主要趋势（Primary Trend），是指连续一年或一年以上的证券价格的变化趋势，是市场价格运动的主要方向。长期趋势包括两个相反趋势，一部分是上升趋势，另一部分是下降趋势。

1. 上升趋势，它通常包括三个阶段。

第一阶段：进货阶段，市场表现为价升量增。买方对发行证券的企业盈利情形看好，开始买进被悲观的卖方卖出的股票和债券，或者卖方由于种种原因减少卖出量，这一切导致了证券市场价格的徐徐上升。在这一阶段，企业公布的财务报表显示的企业财务状况尚属一般，投资者对证券买卖尚存戒心，证券市场交易不很活跃，但交易量开始增加。

第二阶段：上升阶段，投资者入市，价格上升较快。证券市场价格已经上升，企业盈余的增加导致了证券市场交易量的增加；企业收益情况的好转已引起投资者的注意，敏感的投资者在这一阶段可能获利颇丰。

第三阶段：沸腾阶段，价格迅速上扬，成交量激增。证券市场上各种证券的价格已经升至一个高峰，投资者争先恐后购买证券，股市一片沸腾，交易量很大；企业收益情况渐入佳境的事实已为投资者熟悉与知晓；企业趁此机会大量发行新的股票和债券。

2. 下降趋势，它通常也包括三个阶段。

第一阶段：出货阶段。由于先入市的投资者获利丰厚，不断平仓了结，股价见顶回落，上述的上升趋势已经结束。交易额虽然并未下降，反而略有增加，但已有减少的趋势；投资者参与交易仍然很活跃，但获得的差价利益已经大大减少，整个购买气氛已经冷却下来；敏感的投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者预感到企业的收益达到高峰，于是提前将其所持有的证券卖出以获取差价利益。

第二阶段：恐慌阶段。此时，股价呈垂直下跌状，成交量的比例差距达到最大。这时，买方数量减少而卖方数量增多，证券价格急剧下跌，交易量已大幅度减少，投资者参与交易的活跃程度已大幅度下降。这一阶段过后，一般都必须经过较长期间的喘息或停滞才进入第三阶段。

第三阶段：结束阶段。此时，下跌趋势并没有加速，低价股可能在第一或第二阶段就跌掉了前面多头市场所涨升的部分。业绩较为优良的股票持续下跌，因为这种股票的持有者是最后动摇信心的。各种坏消息弥漫整个证券市场，只有在这些坏消息消失之后，这一阶段才告结束。

（二）中期趋势分析

证券市场的中期趋势也称次要趋势（Secondary Trend），是指连续3周以上、1年以下（中国一般在3个月）证券价格的变化趋势。它是主要趋势进行过程中的调整。证券市场的中期趋势与其长期趋势有密切的关联，这主要表现在：

第一，中期趋势的证券价格波动幅度约为长期趋势的升降幅度的1/3左右。

第二，当中期趋势下跌时，若其谷底较上期谷底为高，就表明长期趋势上升；反之，当中期趋势上升时，若其波峰较上期波峰为低，就表示长期趋势下降。证券市场的中期趋势如图13-1所示。

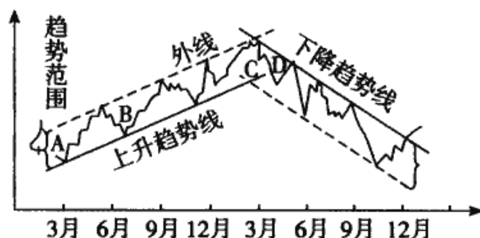


图13-1 证券市场的中期趋势

图中左半部所表示的情形是：中期趋势不断地上升或下降，但其下降时的谷底却总是较上期的谷底为高，则意味着长期趋势上升。图中右

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

半部所表示的情形是：中期趋势不断地上升或下降，但其上升时的波峰却总是较上期的波峰为低，则意味着长期趋势下降。而对于投资者来说，至关重要的是寻找长期趋势从上升转为下降或从下降转为上升的转折点。

道氏理论认为，长期趋势上升与下降的转折点应根据道·琼斯工业股指数及铁路股指数的运动方向互证来判断确定。

（三）短期趋势分析

证券市场的短期趋势也称短暂趋势（Near Term Trend），是指连续6天以内的证券交易价格的变化趋势。它是次要趋势中的调整。短期趋势可能是人为操纵而形成的，这与客观反映经济动态的中长期趋势有本质的不同。鉴于此，证券市场的短期趋势一般不被人们作为重要趋势分析的对象。当然也应该承认，证券市场的短期波动也是形成中期趋势和长期趋势的基础。证券市场的长期趋势运动犹如海潮，中期趋势好比海浪，而短期趋势就像微波。海潮既有涨潮也有退潮；海浪寄于海潮之中，虽排空大浪也不能抗逆海潮；微波寄于海浪之中，几股微波联结在一起就可形成海浪。

对于投资者来说，证券市场趋势分析的重要意义在于把握时机，通过适时地买卖证券来获取利益。这里重要的问题有两点：一是要弄准证券市场的趋势是上升还是下降；二是要认识清楚投资者自己目前所处的位置。如果长期趋势处于上升阶段，则在中期趋势上升到一个顶峰时不要急于将证券脱手，因为更好的卖出机会在后面。此时如能清楚自己的位置，静下心来等等看，证券在手中多放一段时间会卖出更好的价钱。同样道理，当证券市场的长期趋势处于上升而中期趋势处于下跌之势时，也不必为自己手中证券贬值而恐慌，因为不久证券市场的价格总要涨起来的。如果证券市场的长期趋势处于下跌阶段，即使中期趋势处于上升状态，甚至达到较高的顶峰，也不要盲目乐观。应抓紧时间把证券赶快出手，否则将失去一次机会，而且近期恐怕再难等到比现在更好的机会了。

道氏理论适于判断大势，做长期趋势分析，对每日每时都发生的小波动无能为力，对选股作用不大，且由于理论的结论落后于价格，信号太迟，所以短线操作性较差。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、K 线理论

（一）K 线的含义

K 线又称为日本线，起源于日本。当时日本还没有股票市场，K 线只是用于米市交易，经过上百年的运用和变更，目前已经形成了一整套 K 线分析理论。

K 线是将某一种股票一天的价格变动情况用蜡烛形连接起来的图形。价格的变动主要体现在四个价格上，即开盘价、最高价、最低价和收盘价。K 线由影线和实体组成。影线在实体上方的部分叫上影线，下方的部分叫下影线。实体分阳线和阴线两种，又称红（阳）线和黑（阴）线。如果收盘价比开盘价高，则实体为阳线或红线；如果收盘价比开盘价低，则实体为阴线或黑线。K 线的两种常见形态如图 13－2 所示。

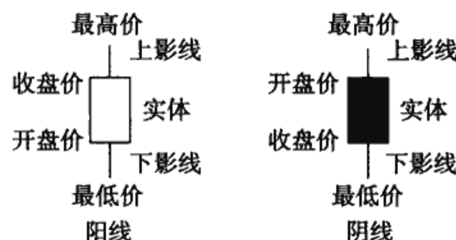


图 13－2　K 线的两种常见形态

一条 K 线记录的是某一种股票一天的价格变动情况。将每天的 K 线按时间顺序排列在一起，就组成该股票自上市以来的每天的价格变动情况，这就叫日 K 线图。

（二）K 线的主要形状

除了图 13－2 所画的 K 线形状外，由于四个价格的不同取值，还会产生其他形状的 K 线。概括起来，常见的 K 线有如图 13－3 所示的几种。

（1）光头光脚的阳线和阴线。这种 K 线既没有上影线又没有下影线。当收盘价和开盘价分别与最高价和最低价中的一个相等时，就会出现这种 K 线。

（2）光脚阳线和光脚阴线。这是没有下影线的 K 线。当开盘价或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

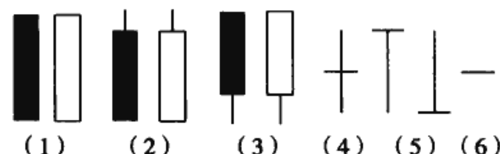


图 13-3 K 线常见的几种形状

收盘价正好与最低价相等时，就会出现这种 K 线。

(3) 光头阳线和光头阴线。这是没有上影线的 K 线。当收盘价或开盘价正好与最高价相等时，就会出现这种 K 线。

(4) 十字形。当收盘价与开盘价相同时，就会出现这种 K 线，它的特点是没有实体。

(5) T 字形和倒 T 字形。在十字形的基础上，如果再加上光头和光脚的条件，就会出现这两种 K 线。它们没有实体，而且没有上影线或者没有下影线，形状像正和倒的英文字母 T。

(6) 一字形。这是一种非常特别的形状，同十字形和 T 字形 K 线一样，没有实体，并且它的四个价格相等。这种情况在国外非常罕见，往往是在发行一个事先定好价格的股票时，会遇到这种情况。在中国由于实行涨跌停板制度，经常可以看到此图形。

除了日 K 线外，我们还可以画周 K 线、月 K 线和年 K 线。其画法与日 K 线几乎完全一样，区别只在四个价格时间参数的选择上。周 K 线是指这一周的开盘价、这一周之内的最高价和最低价，以及这一周的收盘价。月 K 线则是这一个月之内的四个价格。周 K 线和月 K 线的优点是反映趋势和数周期比较清晰。

(三) K 线的应用

K 线图其实是将买卖双方一段时间以来实际战斗的结果用图形表示出来的方法之一。从中能够看到买卖双方在争斗中力量的增加和减少、风向的转变，以及买卖双方对争斗结果的认同。

K 线的应用有单独一根 K 线的应用和两根 K 线、三根 K 线乃至多根 K 线组合的应用，一般来说，取得根数越多，获得的信息就多些，得出的结论相对要准确些，可信度也更大些。

无论是两根 K 线、三根 K 线还是多根 K 线，都是以各根 K 线的相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对位置的高低和阴阳来推测行情的。将前一天的 K 线画出，然后，将这根 K 线按数字划分成五个区域，如图 13-4 所示。之后，看第二天 K 线相对于第一天 K 线的位置，第二天多空双方争斗的区域越高，越有利于上涨；越低，越有利于下跌，也就是从区域 1 到区域 5 是多方力量减少、空方力量增加的过程。

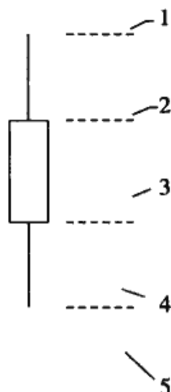


图 13-4　K 线区域划分

例如，如果出现连续两阴两阳线的情况（见图 13-5），是多空双方的一方已经取得决定性胜利，今后将以取胜的一方为主要运动方向。左图是空方获胜，右图是多方获胜。第二根 K 线实体越长，超出前一根 K 线越多，则取胜的一方优势越大。

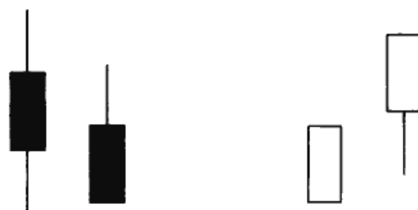


图 13-5　连续两阳、两阴

总之，无论 K 线的组合多么复杂，考虑问题的方式是相同的，都是由最后一根 K 线相对于前面 K 线的位置来判断多空双方的实力大小。

（四）应用 K 线组合应注意的问题

无论是一根 K 线，还是两根、三根 K 线以至多根 K 线，都是对多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

空双方的争斗做出的一个描述，由它们的组合得到的结论都是相对的，不是绝对的。对具体进行股票买卖的投资者而言，结论只是起一种建议作用。

在应用时，有时会发现运用不同种类的组合会得到不同的结论。有时应用一种组合得到明天会下跌的结论，但是次日股价没有下跌，而是出现与事实相反的结果。这个时候的一个重要原则是尽量使用根数多的K线组合的结论，将新的K线加进来重新进行分析判断。一般说来，多根K线组合得到的结果不大容易与事实相反。

三、切线理论

前面的道氏理论已经告诉我们，证券投资一定要弄准证券市场的趋势是上升还是下降，是暂时的还是长久的，然后再认识清楚投资者自己目前所处的位置。也就是说要“顺势而为”，不要“逆势而动”。要认清趋势，就需要切线理论和方法，它是一种帮助人们识别大势是继续维持原方向还是将要掉头反向的较为实用的方法。

（一）趋势线

1. 趋势的定义

趋势就是股票价格市场运动的方向。技术分析的三大假设中的第二条明确说明价格的变化是有趋势的，没有特别的理由，价格将沿着这个趋势继续运动。这一点就说明“趋势”这个概念在技术分析中占有很重要的地位。

一般说来，市场变动不是朝一个方向直来直去，中间肯定要有曲折，从图形上看就是一条曲折蜿蜒的折线，每个折点处就形成一个峰或谷。由这些峰和谷的相对高度，我们可以看出趋势的方向。

2. 趋势的方向

趋势的方向有三种：上升方向；下降方向；水平方向，也就是无趋势方向。

如果图形中每个后面的峰和谷都高于前面的峰和谷，则趋势就是上升方向。这就是常说的，一底比一底高或底部抬高。

如果图形中每个后面的峰和谷都低于前面的峰和谷，则趋势就是下降方向。这就是常说的，一顶比一顶低或顶部降低。

如果图形中后面的峰和谷与前面的峰和谷相比，没有明显的高低之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分，几乎呈水平延伸，这时的趋势就是水平方向。水平方向趋势是被大多数人忽视的一种方向，这种方向在市场上出现的机会是相当多的。就水平方向本身而言，也是极为重要的。大多数的技术分析方法，在对处于水平方向的市场进行分析时，都容易出错，或者说作用不大。这是因为这时的市场正处在供需平衡的状态，股价下一步朝哪个方向走是没有规律可循的，可以向上也可以向下，而此时去预测它朝何方运动是极为困难的，也是不明智的。图 13－6 是三种趋势方向的最简单的图形表示。

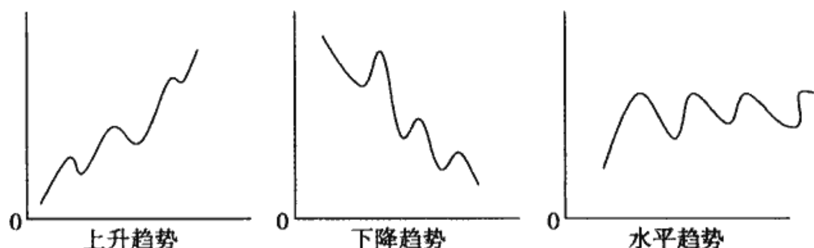


图 13-6 三种趋势方向

（二）支撑线和压力线

趋势确认以后，就有了选择入市时机的问题。我们总是希望在涨势中途回落的低点买入，在跌势中途反弹的高点卖出。这个点怎么判断？支撑线和压力线会给人们一定的帮助。

1. 支撑线和压力线的含义

支撑线（Support Line）又称抵抗线。当股价跌到某个价位附近时，股价停止下跌，甚至有可能还有回升，这是因为多方在此买入造成的。支撑线起阻止股价继续下跌的作用。这个起着阻止股价继续下跌的价格就是支撑线所在的位置。

压力线（Resistance Line）又称阻力线。当股价上涨到某价位附近时，股价会停止上涨，甚至回落，这是因为空方在此抛出造成的。压力线起阻止股价继续上升的作用。这个起着阻止股价继续上升的价位就是压力线所在的位置。

有些人往往会产生这样的误解，认为只有在下跌行情中才有支撑线，只有在上升行情中才有压力线。其实，在下跌行情中也有压力线，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在上升行情中也有支撑线。但是由于在下跌行情中人们最注重的是跌到什么地方，这样关心支撑线就多一些；在上升行情中人们更注重涨到什么地方，所以关心压力线多一些。

2. 支撑线和压力线的作用

如前所述，支撑线和压力线的作用是阻止或暂时阻止股价朝一个方向继续运动。我们知道股价的变动是有趋势的，要维持这种趋势，保持原来的变动方向，就必须冲破阻止其继续向前的障碍。比如说，要维持下跌行情，就必须突破支撑线的阻力和干扰，创造出新的低点；要维持上升行情，就必须突破上升压力线的阻力和干扰，创造出新的高点。由此可见，支撑线和压力线有被突破的可能，它们不足以长久地阻止股价保持原来的变动方向，只不过是使它暂时停顿而已（见图 13-7）。同时，支撑线和压力线又有彻底阻止股价按原方向变动的可能。当一个趋势终结了，它就不可能创出新的低价或新的高价，这时的支撑线和压力线就显得异常重要。

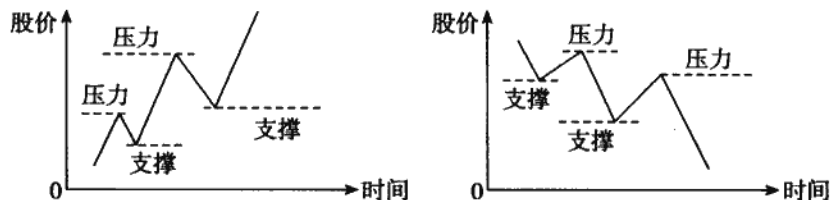


图 13-7 支撑线和压力线

在上升趋势中，如果下一次未创新高，即未突破压力线，这个上升趋势就已经处在很关键的位置了，如果往后的股价又向下突破了这个上升趋势的支撑线，这就产生了一个趋势有变的很强烈的警告信号。通常这意味着，这一轮上升趋势已经结束，下一步的走向是下跌的过程。同理，下降趋势分析正好相反，见图 13-8。

3. 支撑线和压力线的相互转化

支撑线和压力线之所以能起支撑和压力作用，很大程度上是由于心理因素方面的原因，两者的相互转化也是如此，这就是支撑线和压力线理论上的依据。

证券市场中主要有三种人：多头、空头和旁观者。旁观者又可分为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

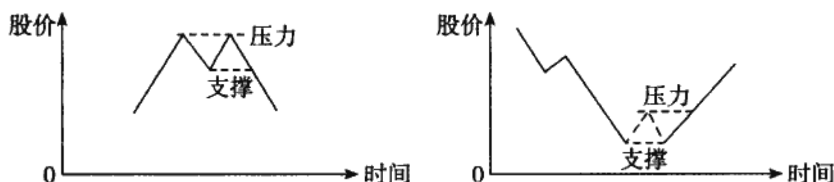


图 13-8 支撑线和压力线的突破

持股的和持币的。假设股价在一个区域停留了一段时间后开始向上移动，在此区域买入股票的多头者肯定认为自己对了，并对自己没有多买入些而感到后悔。在该区域卖出股票的空头者这时也认识到自己弄错了，他们希望股价再跌回他们卖出的区域时，将他们原来卖出的股票补回来。而旁观者中的持股者的心情和多头相似，持币者的心情同空头相似。无论是这四种人中的哪一种，都有买入股票成为多头的愿望。

正是由于这四种人决定要在下一个买入的时机买入，所以股价稍一回落就会受到大家的关心，他们会或早或晚地进入股市买入股票，这就使价格根本还未下降到原来的位置，上述四个新的买进大军自然又会把价格推上去，使该区域成为支撑区。在该支撑区发生的交易越多，就说明很多的股票投资者在这个支撑区有切身利益，这个支撑区就越重要。

我们再假设股价在一个支撑位置获得支撑后，停留了一段时间开始向下移动，而不是像前面假设的那样是向上移动。对于上升，由于每次回落都有更多的买入，因而产生新的支撑；而对于下降，跌破了该支撑区域，情况就截然相反。在该支撑区买入的多头都意识到自己错了，而没有买入的或卖出的空头都意识到自己对了。买入股票的多头都有抛出股票逃离目前市场的想法，而卖空的空头则想进一步抛空，待股价下跌伺机补回。一旦股价有些回升，尚未到达原来的支撑位，就会有一批股票抛压出来，再次将股价压低。这样，原来的支撑线就转化为压力线。

以上的分析过程对于压力线也同样适用，只不过结论正好相反。

这些分析的附带结果是支撑线和压力线地位的相互转化。如上所述，一条支撑线如果被跌破，那么这一支撑线将成为压力线；同理，一条压力线被突破，这个压力线将成为支撑线。这说明支撑线和压力线的地位不是一成不变的，而是可以改变的，条件是它被有效的、足够强大的股价变动突破，见图 13-9。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

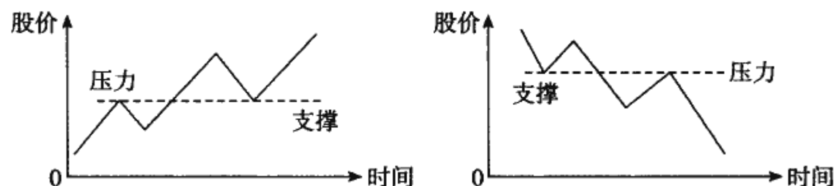


图 13-9 支撑线和压力线的转化

4. 支撑线和压力线的确认和修正

如前所述，每一条支撑线和压力线的确认都是人为进行的，主要是根据股价变动所画出的图表，这里面有很大的人为因素。

一般来说，一条支撑线或压力线对当前影响的重要性有三个方面的考虑：一是股价在这个区域停留时间的长短；二是股价在这个区域伴随的成交量大小；三是这个支撑区域或压力区域发生的时间距离当前这个时期的远近。很显然，股价停留的时间越长，伴随的成交量越大，离现在越近，则这个支撑或压力区域对当前的影响就越大，反之就越小。

上述三个方面是确认一条支撑线或压力线的重要识别手段。有时，由于股价的变动，会发现原来确认的支撑线或压力线可能不真正具有支撑或压力的作用，比如说，不完全符合上面所述的三个条件。这时，就有一个对支撑线和压力线进行调整的问题，这就是支撑线和压力线的修正。

对支撑线和压力线的修正过程其实是对现有各个支撑线和压力线的重要性的确认。每条支撑线和压力线在人们心目中的地位是不同的。股价到了这个区域，投资者心里清楚，它很有可能被突破，而到了另一个区域，投资者心里明白，它就不容易被突破。这为进行买卖提供了一些依据，不至于仅凭直觉进行买卖决策。

切线为我们提供了很多价格移动可能存在的支撑线和压力线，这些直线有很重要的作用。但是，支撑线、压力线有被突破的可能，它们的价位只是一种参考，不能把它们当成万能的工具。

（三）黄金分割线和百分比线

1. 黄金分割线

黄金分割是一个古老的数学方法，源自弗波纳奇神奇数字，即大自然数字，0.6180339…是众所周知的黄金分割比率，反映了大自然的静

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

态美与动态美，对它的各种神奇的作用和魔力，数学上至今还没有明确的解释，只是发现它屡屡在实际中发挥我们意想不到的作用。在股市行情分析实际操作中，人们主要是依据0.618黄金分割率原理计算得出点位，这些点位在证券价格上涨行情或下跌行情中表现出较强的支撑和压力作用，是股市中最常见、最受欢迎的切线分析工具之一。

运用黄金分割线的第一步是记住若干个特殊的数字：

0.191，0.382，0.618，0.809，

1.191，1.382，1.618，1.809，

2.191，2.382，2.618，2.809

在这些数字中0.382、0.618、1.382、1.618最为重要，股票价格极为容易在这四个数字处产生支撑和压力。

第二步是找到一个基点。这个点是上升行情结束调头向下的最高点，或者是下降行情结束调头向上的最低点。当然，我们知道这里的高点和低点都是指一定的范围，是相对的和局部的。只要我们能够确认一个趋势（无论是上升还是下降）已经结束或暂时结束，则这个趋势的转折点就可以作为进行黄金分割的起点，这个点一经选定，我们就可以画出黄金分割线。

例如，用一个基点确定上升或下降行情。

在上升行情时，我们关心上涨到什么位置将遇到压力。黄金分割线提供的位置是基点价位乘上特殊数字。假设基点价格为10元，则：

$10.00 = 10 \times 1.000$

$13.82 = 10 \times 1.382$

$15 = 10 \times 1.500$

$16.18 = 10 \times 1.618$

$20.00 = 10 \times 2.000$

$26.18 = 10 \times 2.618$

这几个价位极有可能成为未来的压力位。其中16.18元和26.18元成为压力线的可能性最大。

同理，在下降行情时，我们关心下落将在什么位置获得支撑。黄金分割线提供的位置是由这次上涨的最高价位分别乘上特殊数字中的几个。假设基点是10元，则：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8.09＝10×0.809

6.18＝10×0.618

5＝10×0.5

3.82＝10×0.382

1.91＝10×0.191

这几个价位极有可能成为未来的支撑位，其中6.18元和3.82元成为支撑位的可能性最大。

实际操作中需注意：黄金分割线中最重要的两条线为0.382、0.618。在反弹中0.382为弱势反弹位，0.618为强势反弹位；在回调中0.382为强势回调位，0.618为弱势回调位。

不过，黄金分割线没有考虑到时间变化对股价的影响，所揭示出来的支撑位与压力位较为固定，投资者不知道什么时候会到达支撑位与压力位。因此，如果指数或股价在顶部或底部横盘运行的时间过长，则其参考作用就要打一定的折扣。另外，如果股市处在活跃程度很高、股价上下波动较为剧烈的市场，这个方法容易出现错误。

2. 百分比线

百分比线考虑问题的出发点是人们的心理因素和一些整数的分界点。

当价格持续向上，涨到一定程度，肯定会遇到压力，遇到压力后，就要向下回撤，回撤的位置很重要。黄金分割提供了几个价位，百分比线也提供了几个价位。

以这次上涨开始的最低点和开始向下回撤的最高点两者之间的差，分别乘上几个特别的百分比数，就可以得到未来支撑位可能出现的位置。

设低点是10元，高点是22元。这些百分比数一共9个，它们是：1/8、1/4、3/8、1/2、5/8、3/4、7/8、1/3、2/3。按上面所述方法我们将得到如图13-10所示的9个价位。

百分比线中，1/2、1/3、2/3这三条线最为重要，往往起到重要的支撑与压力作用。在很大程度上，回撤到1/2、1/3、2/3是人们的一种心理倾向。如果没有回落到1/2、1/3、2/3以下，就好像没有回落够似的；如果已经回落了1/2、1/3、2/3，人们自然会认为回落的深度已经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

够了。

上面所列的 9 个特殊的数字都可以用百分比表示，1/8＝12.5%，1/4＝25%，3/8＝37.5%，1/2＝50%，5/8＝62.5%，3/4＝75%，7/8＝87.5%，1/3＝33.33%，2/3＝66.67%。之所以用上面的分数表示，是为了突出整数的习惯。这 9 个数字中有些很接近，如 1/3 和 3/8，2/3 和 5/8。在应用时，以 1/3 和 2/3 为主。

对于下降行情中的向上反弹，百分比线同样也适用。其方法与上升情况完全相同。

如果百分比数字取为 61.8%、50% 和 38.2%，就得到另一种黄金分割线——两个点黄金分割线。在实践中，两个点黄金分割线使用得很频繁，差不多已经取代了百分比线，但它只是百分比线的一种特殊情况。

（四）甘氏线

甘氏线（Gann Line）分上升甘氏线和下降甘氏线两种，是由 William D. Gann 创立的一套独特的技术分析方法。甘氏线是 William D. Gann 将百分比原理和几何角度原理结合起来的产物。甘氏线是从一个点出发，依一定的角度，向后画出的多条直线，所以又称角度线。甘氏线如图 13-11 所示。

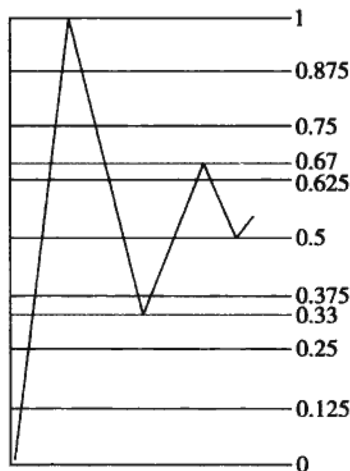


图 13-10 百分比线

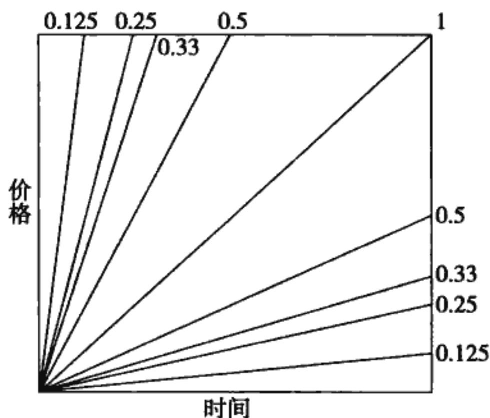


图 13-11 甘氏线

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 13-11 中的每条直线都有一定的角度，这些角度的得到都与百分比线中的那些数字有关。每个角度的正切或余切分别等于百分比数中的某个分数（或者说是百分数）。

甘氏线中的每条直线都有支撑和压力的功能，但这里面最重要的是 45 度线、63.75 度线和 26.25 度线。这三条直线分别对应百分比线中的 50%、62.5% 和 37.5% 百分比线。其余的角度虽然在价格的波动中也能起一些支撑和压力作用，但重要性都不大，也都很容易被突破。

具体应用：

第一步：确定起始点，被选择的点同大多数切线的选点方法一样，一定是显著的高点和低点，如果刚被选中的点马上被创新的高点和低点取代，则甘氏线的选择也随之变更。第二步：确定起始点后，再找角度（即 45 度线），如果起始点是高点，则应画下降甘氏线；反之，如果起始点是低点，则应画上升甘氏线。这些线将在未来起支撑和压力作用。

四、形态理论

前面的 K 线理论已经告诉我们一些有关对今后股价运动方向行情判断的方法。只不过 K 线理论更注重短线的操作，它的预测结果只适用于很短的时期，有时仅仅是一两天。为了弥补这种不足，我们将 K 线按时间序列组成一条上下波动的曲线。这条曲线就是股价在一段时间移动的轨迹，这条曲线的上下波动实际上表明的仍然是多空双方进行争斗的结果。一个时期内，多方处于优势，力量增强，股价将向上移动；如果空方处于优势，则股价将向下移动；如果双方力量均衡，则股价横盘整理。可以用下面的表示方法具体描述股价移动的规律：

暂时平衡—打破平衡—新的平衡—再打破平衡—再寻找新的平衡……

股价的移动就是按这一规律循环往复、不断运行的。因此，股价的移动曲线的形态分成两大类型：反转突破形态（Reversal Patterns）和整理形态（Continuation Patterns）。

（一）反转突破形态

反转突破形态的出现表示股价运动将出现方向性转折，即由原来的上升行情转变为下跌行情，或由原来的下跌行情转变为上升行情。反转形态主要有双重顶和双重底、头肩顶和头肩底、三重顶和三重底、圆形

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

顶和圆形底等。

1. 双重顶和双重底（Double Tops and Bottoms）

双重顶和双重底也称 M 头和 W 底，这种形态在实际中出现得非常频繁。图 13-12 是这种形态的简单形状。

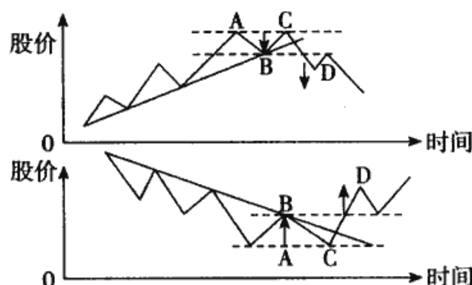


图 13-12 双重顶和双重底

从图 13-12 中可以看出，双重顶（底）一共出现两个顶（底），也就是两个相同高度的高点和低点。下面以 M 头为例说明双重顶形成的过程。

在上升趋势过程的末期，股价在第一个高点 A 建立了新高点之后进行正常的回落，受上升趋势线的支撑，这次回落将在 B 点附近停止。之后就应继续上升，但是力量不够，上升高度不足，在 C 点（与 A 点几乎等高）遇到压力，股价向下，这样就形成 A 和 C 两个顶的形状。

M 头形成以后，有两种可能的前途：第一是未突破 B 点的支撑位置，股价在 A、B、C 三点形成狭窄范围内的上下波动，演变成今后要介绍的矩形。第二是突破 B 点的支撑位置继续向下，这种情况才是双重顶反转突破形态的真正出现。前一种情况只能说是一个潜在的双重顶反转突破形态出现了。

以 B 点作平行于 A、C 连线的平行线（图 13-12 中的中间一条虚线），就得到一条非常重要的直线——颈线（Neck Line）。A、C 连线是趋势线，颈线是与这条趋势线对应的轨道线，这些轨道线在这里起的是支撑作用。

一个真正的双重顶反转突破形态的出现，除了必要的两个相同高度的高点以外，还应该向下突破 B 点支撑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

突破颈线就是突破轨道线、突破支撑线，所以也有突破是否被认可的问题。前面介绍的有关支撑压力线被突破的确认原则在这里都适用，主要是百分比原则和时间原则。前者要求突破到一定的百分比数，后者要求突破后至少是两日。

双重顶反转突破形态一旦得到确认，就可以用它进行对后市的预测了。它的主要功能是测算功能，叙述如下：

从突破点算起，股价将至少要跌到与形态高度相等的距离。

所谓的形态高度，就是从 A 或 C 到 B 的垂直距离，亦即从顶点到颈线的垂直距离。图 13-12 中右边箭头所指的将是股价至少要跌到的位置，换句话说，股价必须在这条线之下才能找到像样的支撑，它之前的支撑都不足取。以上是以双重顶为例，对于双重底，有完全相似或者说完全相同的结果，只要将对双重顶的介绍反过来叙述就可以了。比如，向下说成向上，高点说成低点，支撑说成压力。

2. 头肩顶和头肩底形态

头肩顶和头肩底（Head And Shoulders Tops and Bottoms Pattern）是实际股价形态中出现最多的形态，是最著名和最可靠的反转突破形态。图 13-13 是这种形态的简单形式。

从图 13-13 中可以看出，这种形态一共出现三个顶和底，也就是要出现三个局部的高点和局部低点。中间的高点（低点）比另外两个都高（低），称为头，左右两个相对较低（高）的高点（低点）称为肩，这就是头肩形名称的由来。以下以头肩顶为例对头肩形进行介绍。

在上升趋势中，不断升高的各个局部的高点和低点保持着上升的趋势，然后在某一个地方，趋势的上涨势头将放慢。

图 13-13 中 A 点和 B 点还没有放慢的迹象，但在 C 点和 D 点已经有了势头受阻的信号，这说明这一轮上涨趋势可能已经出了问题。最后，股价走到了 E 和 F 点，这时反转向下的趋势已势不可当。

在图 13-13 中的直线 L_1 和直线 L_2 是两条明显的支撑线。在 C 点到 D 点突破直线 L_1 说明上升趋势的势头已经遇到了阻力，E 点和 F 点之间的突破则是趋势的转向。另外 E 点的反弹高度没有超过 C 点，也是上升趋势出了问题的信号。

图中的直线 L_2 其实就是头肩顶形态中极为重要的直线——颈线。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

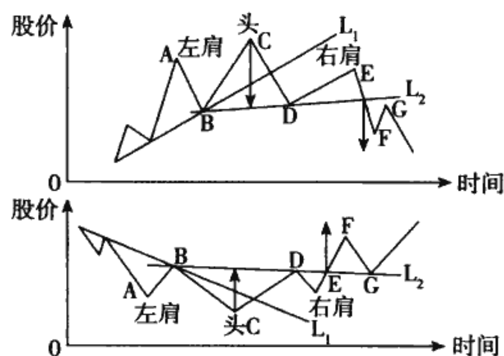


图 13-13 头肩顶和头肩底

在头肩顶形态中，它是支撑线，起支撑作用。

头肩顶形态走到了 E 点并调头向下，只能说是原有的上升趋势已经转化成了横向延伸，还不能说已经反转向下了。只有当图形走到了 F 点，即股价向下突破了颈线，才能说头肩顶反转形态已经形成。

同大多数的突破一样，这里颈线的被突破也有一个是否被认可的问题。百分比原则和时间原则在这里都适用。

颈线被突破，反转确认之后，我们就知道股价下一步的大方向是下跌，而不是上涨或横盘。下跌的深度，可以借助头肩顶形态的测算功能进行。

从突破点算起，股价将至少要跌到与形态高度相等的距离。

形态高度的测算方法是这样的：量出从“头”到颈线的距离（图 13-13 中从 C 点向下的箭头长度），这个长度就是头肩顶形态的形态高度。上述原则是股价下落最起码的深度，是最近的目标，价格的实际下落的位置要根据很多别的因素来确定。上述原则只是给出了一个范围，只对我们有一定的指导作用。预计股价今后将跌到什么位置能止住或将要涨到什么位置而调头，永远是进行股票买卖的人最关心的问题，也是最不易回答的问题。对头肩底而言，除了在成交量方面与头肩顶有所区别外，其余可以说与头肩顶一样，只是方向正好相反。

值得注意的是，头肩顶形态完成后，向下突破颈线时，成交量不一定扩大，但日后继续下跌时，成交量会放大。头肩底向上突破颈线，若没有较大的成交量出现，可靠性将降低，或者会再跌回底部整理一段时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

间，积蓄买方力量才能上升。

3. 三重顶（底）形态

三重顶（底）形态（Triple Top and Bottom Patterns）是头肩形态的一种变体，它是由三个一样高或一样低的顶和底组成。其与头肩形的区别是头的价位回缩到与肩差不多相等的位置，有时甚至低于或高于肩部一点。从这个意义上讲，三重顶（底）与双重顶（底）也有相似的地方，前者比后者多涨落了一次。

图 13-14 是三重顶（底）的简单图形。三重顶（底）的颈线差不多是水平的，三个顶（底）也差不多是相等高度。

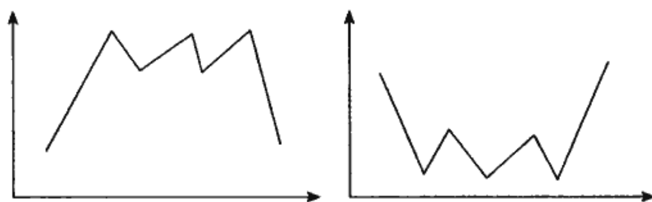


图 13-14 三重顶（底）

应用和识别三重顶（底）主要是用识别头肩形的方法，可以直接应用头肩形的结论和应注意的事项。头肩形适用的规律三重顶（底）都适用，这是因为三重顶（底）从本质上说就是头肩形。有些文献甚至不把三重顶（底）单独看成一类形态，而直接将其纳入头肩形态。

与一般头肩形最大的区别是，三重顶（底）的颈线和顶部（底部）连线是水平的，这就使得三重顶（底）具有矩形的特征。比起头肩形来说，三重顶（底）更容易演变成持续形态，而不是反转形态。另外，如果三重顶（底）的三个顶（底）的高度依次从左到右是下降（上升）的，则三重顶（底）就演变成了直角三角形态。这些都是我们在应用三重顶（底）时应该注意的地方。

4. 圆弧形态

圆弧形态（Rounding Top and Bottom Patterns）将股价在一段时间的顶部高点用折线连起来，每一个局部的高点都考虑到，我们有时可能得到一条类似于圆弧的弧线，盖在股价之上；将每个局部的低点连在一起也能得到一条弧线，托在股价之下（如图 13-15 所示）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

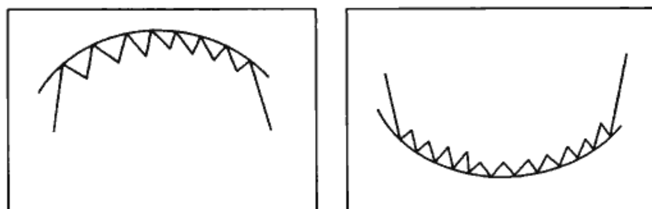


图 13-15　圆弧顶（底）

圆弧形在实际中出现的机会较少，但是一旦出现，则是绝好的机会，它的反转深度和高度是不可测的，这一点同前面几种形态有一定区别。圆弧的形成过程与头肩形中的复合头肩形有相似的地方，只是圆弧形的各种顶或底没有明显的头肩的感觉。这些顶部和底部的位置都差不多，没有明显的主次区分。这种局面的形成在很大程度上是一些机构大户炒作的结果。这些人手里有足够的股票，如果一下抛出太多，股价下落太快，手里的货可能不能全出手，只能一点一点地往外抛，形成众多的来回的拉锯，直到手中股票接近抛完时，才会大幅度打压，一举使股价跌到很低的位置。如果这些人手里持有足够的资金，一下买得太多，股价上得太快，也不利于今后的买入，也要逐渐地分批建仓，直到股价一点一点地来回拉锯，往上接近圆弧缘时，才会用少量的资金一举将股价提拉到一个很高的高度。因为这时股票大部分在机构大户手中，别人无法打压股价。

在识别圆弧形时，成交量也是很重要的。无论是圆弧顶还是圆弧底，在它们的形成过程中，成交量的过程都是两头多、中间少。越靠近顶或底，成交量越少，到达顶或底时成交量达到最少（圆弧底在达到底部时，成交量可能突然大一下，之后恢复正常）。在突破后的一段，都有相当大的成交量。

圆弧形形成所花的时间越长，今后反转的力度就越强，越值得人们去相信这个圆弧形。一般来说，圆弧形形成所花的时间应该与一个头肩形形成的时间相当。

5. V 形

V 形是一种反转形态，它出现在市场进行剧烈的波动之中。它的顶或底只出现一次，这一点同其他反转形态有较大的区别。V 形的反转一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

般事先没有明显的征兆，我们只能从别的分析方法中得到一些不明确的信号，如已经到了支撑、处于压力区域等。V 形是一种失控的形态，在应用时要特别小心（参见图 13-16）。

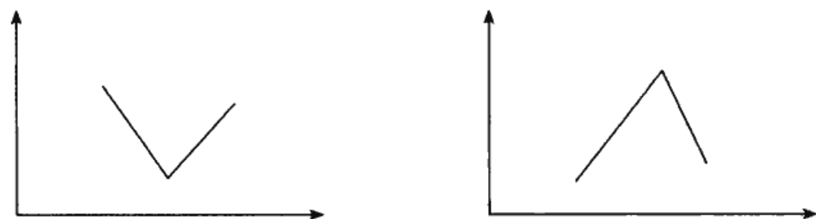


图 13-16 V 形顶和底

（二）整理形态

整理形态的出现表示股价原来趋势的继续，是市场仅仅在股价某一个水平做出必要的调整运动。调整完成后股价仍沿着原来的趋势继续运动而不是趋势的反转。整理形态主要有三角形、矩形、旗形等。

1. 三角形

三角形态属于持续整理形态的一类形态。三角形主要分为三种：对称三角形、上升三角形和下降三角形。

（1）对称三角形。对称三角形（Symmetrical Triangles Pattern）情况大多是发生在一个大趋势进行的途中，它表示原有的趋势暂时处于休整阶段，之后还要随着原趋势的方向继续行动。由此可见，见到对称三角形后，股价今后走向最大的可能是沿原有的趋势方向运动。

图 13-17 是对称三角形的一个简化图形，这里的原有趋势是上升，所以，三角形态完成以后是突破向上。从图中可以看出，对称三角形有两条聚拢的直线，上面的向下倾斜，起压力作用；下面的向上倾斜，起支撑作用。两直线的交点称为顶点。另外，对称三角形要求至少应有四个转折点，图中的 A、B、C、D、E 都是转折点。四个转折点的要求是必然的，因为每条直线的确定需要两个点，上下两条直线就至少要求有四个转折点。正如趋势线的确认要求第三点验证一样，对称三角形一般应有六个转折点，这样，上下两条直线的支撑压力作用才能得到验证。

对称三角形只是原有趋势运动的途中休整阶段，所以持续的时间不应太长。持续时间太长了，保持原有趋势的能力就会下降。一般说来，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

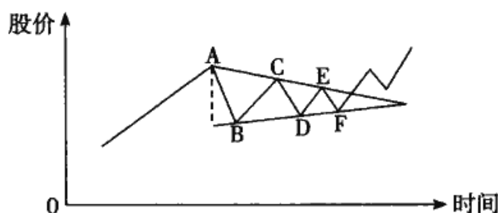


图 13-17 对称三角形

突破上下两条直线的包围，继续沿原有既定的方向运动的时间要尽量早些，越靠近三角形的顶点，三角形的各种功能就越不明显，对我们进行买卖操作的指导意义就越不强。根据多年的经验，突破的位置一般应在三角形的横向宽度的1/2 到 3/4 的某个点。三角形的横向宽度指的是图 13-17 中顶点到虚线的距离。

（2）上升三角形。上升三角形（Ascending Triangles Pattern）是对称三角形的变形体。对称三角形有上下两条直线，将上面的直线逐渐由向下倾斜变成水平方向就得到上升三角形。除了上面的直线是水平的以外，上升三角形同对称三角形在形状上没有什么区别。只不过上升三角形比起对称三角形来，有更强烈的上升意识。因为，在上升三角形中上面的压力线是水平的，始终都一样，没有变化，而下面的支撑线却是越撑越高。由此可见，多方比空方更为积极。通常以三角形的向上突破作为这个持续过程终止的标志。

如果股价原有的趋势是向上，则很显然，遇到上升三角形后，几乎可以肯定今后是向上突破。一方面要保持原有的趋势，另一方面形态本身就有向上的愿望。这两方面的因素使股价很难逆大方向而动。

如果原有的趋势是下降，则出现上升三角形后，前后股价的趋势判断会有些难度。一方要继续下降，保持原有的趋势；另一方要上涨，两方必然发生争执。如果在下降趋势处于末期时（下降趋势持续了相当一段时间）出现上升三角形，还是以看涨为主，这样上升三角形就成了反转形态的底部。图 13-18 是上升三角形的简单图形表示。

（3）下降三角形。下降三角形（Descending Triangles Pattern）同上升三角形正好反向，是看跌的形态。它的基本内容同上升三角形可以说完全相似，只是方向相反。从图 13-19 可以很明白地看出下降三角形

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所包含的内容。

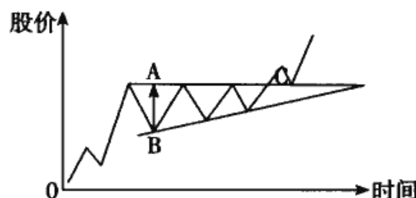


图 13-18 上升三角形

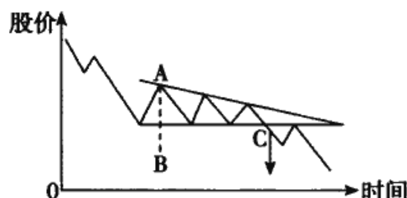


图 13-19 下降三角形

此外，三角形还有两种变形体，即喇叭形与菱形，在实际中出现的次数不多。这两种形态的共同之处在于大多出现在顶部，而且两者都是看跌。受书中篇幅所限，这两种形态不做详细介绍。

2. 矩形

矩形又叫箱形，也是一种典型的整理形态。股票价格在两条横着的水平直线之间上下波动，作横向延伸的运动。矩形在形成之初，多空双方全力投入，各不相让。空方在价格涨上去后，在某个位置就抛压，多方在股价下跌后到某个价位就买入。时间一长就形成两条明显的上下界线。随着时间的推移，双方的战斗热情会逐步减弱，市场趋于平淡。

如果原来的趋势是上升，那么经过一段矩形整理后，会继续原来的趋势，多方会占优势并采取主动，使股价向上突破矩形的上界。如果原来是下降趋势，则空方会采取行动，突破矩形的下界。图 13-20 是矩形的简单图示。

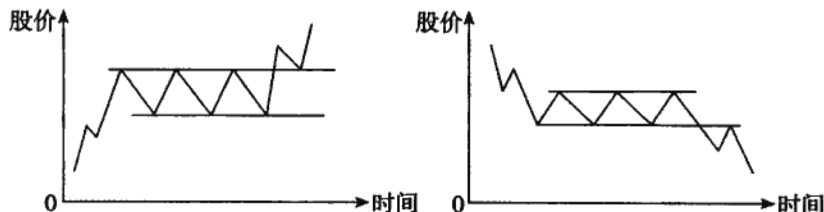


图 13-20 矩形

从图 13-20 中可以看出，矩形在其形成的过程中极可能演变成三重顶（底）形态，这是我们应该注意的。正是由于矩形的判断有这么一个容易出错的可能性，在面对矩形和三重顶（底）进行操作时，几

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

乎一定要等到突破之后才能采取行动，因为这两个形态今后的走势方向完全相反。一个是持续整理形态，要维持原来的趋势；一个是反转突破形态，要改变原来的趋势。

与别的大部分形态不同，矩形为我们提供了一些短线操作的机会。如果在矩形形成的早期能够预计到股价将进行矩形调整，那么，就可以在矩形的下界线附近买入，在矩形的上界线附近抛出，来回作几次短线的进出。如果矩形的上下界线相距较远，那么，这样短线的收益也是相当可观的。

3. 旗形和楔形

旗形和楔形是两个最为著名的持续整理形态。在股票价格的曲线图上，这两种形态出现的频率最高，一段上升或下跌行情的中途，可能出现好几次这样的图形。它们都是一个趋势的中途休整过程，休整之后，还要保持原来的趋势方向。这两个形态的特殊之处在于，它们都有明确的形态方向，如向上或向下，并且形态方向与原有的趋势方向相反。例如，如果原有的趋势方向是上升，则这两种形态的形态方向就是下降。

（1）旗形。从几何学的观点看旗形（Flags Formation）应该叫平行四边形，它的形状是一上倾或下倾的平行四边形，如图 13-21 所示。

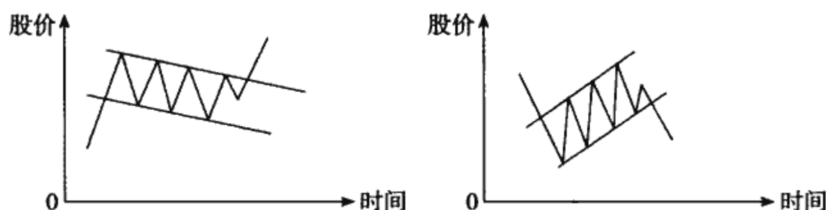


图 13-21 旗形

旗形大多发生在市场极度活跃，股价的运动是剧烈的、近乎于直线上升或下降的方式的情况下。这种剧烈运动就是产生旗形的条件。由于上升或下降得过于迅速，市场必然会有所休整，旗形就是完成这一休整过程的主要形式之一。

旗形的上下两条平行线起着压力和支撑作用，这一点有些像轨道线。这两条平行线的某一条被突破是旗形完成的标志。

应用旗形时，有几点要注意：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一，旗形出现之前，一般应有一个旗杆，这是由于价格作直线运动形成的。

第二，旗形持续的时间不能太长，时间一长，它的保持原来趋势的能力将下降。经验告诉我们，应该短于三周。

第三，旗形形成之前和被突破之后，成交量都很大。在旗形的形成过程中，成交量从左向右逐渐减少。

（2）楔形。如果将旗形中上倾或下倾的平行四边形变成上倾和下倾的三角形，我们就会得到楔形（Wedge Formation），如图 13-22 所示。

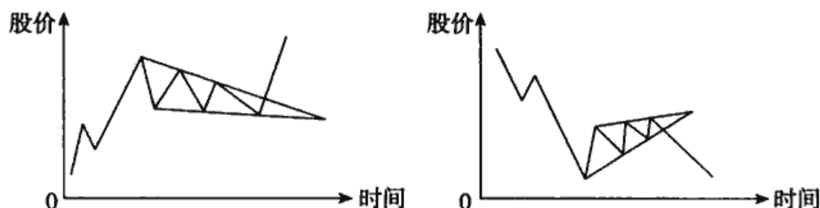


图 13-22 楔形

从图 13-22 中可以看出三角形的上下两条边都是朝着同一个方向倾斜，这与前面介绍的三角形形态不同。

同旗形和三角形一样，楔形有保持原有趋势方向的功能。股价运行趋势的途中会遇到这种形态。

与旗形和三角形不同的是，楔形偶尔也可能出现在顶部或底部而作为反转形态。这种情况一定是发生在一个趋势经过了很长时间且接近尾声的时候。我们可以借助很多别的技术分析方法，从时间上判断趋势是否可能接近尾声。尽管如此，当我们看到一个楔形后，首先还是把它当成中途的持续形态。

在形成楔形的过程中，成交量是逐渐减少的。楔形形成之前和突破之后，成交量都很大。

五、波浪理论

波浪理论全称是艾略特波浪理论，它是技术分析方法中最为神奇的方法，是以美国人艾略特（R. N. Elliott）的名字命名的一种价格趋势分析理论。该理论是依据大海的潮汐及波浪的变化规律，来描述和预测股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票价格的波动规律及未来走势。波浪理论是股市分析理论中运用最多，而又最难了解和精通的方法。

（一）波浪理论的主要原理

波浪理论主要研究三方面问题：价格走势所形成的形态、价格走势图中各个高点和低点所处的相对位置、完成某个形态所经历的时间长短。其中，价格的形态是最重要的，它是波浪理论赖以生存的基础。高点和低点所处的相对位置是波浪理论中波浪的开始和结束位置，它可以用黄金分割率加以推断。完成某个形态所处的时间可以预测某个大趋势的即将来临和结束，提示我们采取应变的措施。总之，这三个方面可以概括为：形态、比例和时间，其中，以形态最为重要。

（二）波浪理论的形态分析

波浪理论认为证券市场应该遵循一定的周期，周而复始、循环往复地向前发展。艾略特指出，股市的发展是依据一组特殊且不断重复的规律进行的，这组规律即是以五个上升浪和三个下跌浪作为一次循环交替推进，三个下跌浪可以理解为是对五个上升浪的调整。8 浪结构的基本形态如图 13-23 所示。

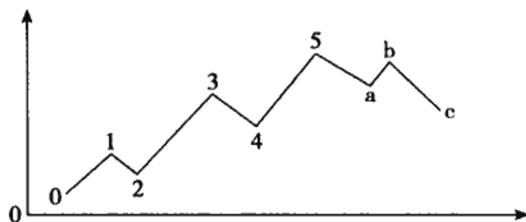


图 13-23 8 浪结构的基本形态

0～1 是第一浪，1～2 是第二浪，2～3 是第三浪，3～4 是第四浪，4～5 是第五浪。这 5 浪中，第一、第三和第五浪称为上升主浪，而第二和第四浪称为是对第一和第三浪的调整浪。上述 5 浪完成后，紧接着会出现一个 3 浪的向下调整，这 3 浪是：从 5 到 a 为 a 浪，从 a 到 b 为 b 浪，从 b 到 c 为 c 浪。

考虑波浪理论必须弄清一个完整周期的规模的大小。因为趋势是有层次的，每个层次的不同取法，可能会导致我们在使用波浪理论时发生混乱。但是，我们要记住，无论我们所研究的趋势是何种规模，是原始

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主要趋势还是日常小趋势，8 浪的基本形态结构是不会变化的。

在图 13-23 中，从 0 到 5 我们可以认为是一个大的上升趋势，而从 5 到 c 我们可以认为是一个大的下降趋势。如果我们认为这是 2 浪的话，那么 c 之后一定还会有上升的过程，只不过可能要等很长时间。这里的 2 浪只不过是一个大的 8 浪结构中的一部分。

（三）浪的合并与浪的细分

波浪理论考虑股价形态的跨度是可以随意而不受限制的。大到可以覆盖从有股票以来的全部时间跨度，小到可以只涉及数小时、数分钟的股价走势。正是由于上述的时间跨度的不同，在数 8 浪时，必然会涉及将一个大浪分成很多小浪和将很多小浪合并成一个大浪的问题，这就是每一个浪所处的层次的问题。处于层次较低的几个浪可以合并成一个层次较高的大浪，而处于层次较高的一个浪又可以细分成几个层次较低的小浪。层次的高低和大浪、小浪的地位是相对的。对比其他层次高的浪来说，它是小浪，而对层次比它低的浪来说，它又是大浪。下面我们以牛市为例，说明一下波浪细分和合并的原则。见图 13-24。

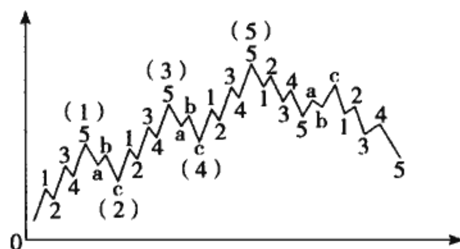


图 13-24 波浪的合并与细分

从图 13-24 中可以看出，规模最大的是 2 浪，从起点到顶点是第一大浪，从顶点到末点是第二大浪，它是第一大浪的调整浪。第一大浪和第二大浪又可以细分成 5 浪和 3 浪，共 8 浪。第一大浪可以分成（1）、（2）、（3）、（4）、（5）共 5 浪，而第二大浪可以分成 3 浪，这 8 浪是规模处于第二大的大浪。

第二层次的浪又可以细分成下一层次的小浪，这就是图中的各个 1、2、3、4、5 以及 a、b、c。数一下可知这样的小浪一共有 34 个。

将波浪细分时，会遇到这样的问题，是将一个较大的浪分成 5 个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

较小的浪，还是分成3个较小的浪呢？这个问题要看这个较大的浪是在上升还是在下降，同时还要看比这个较大的浪高一层次的波浪是上升还是下降。以上两个因素决定这个较大的浪的细分是3浪还是5浪。

（四）波浪理论的应用及其注意的问题

我们知道了一个大的周期的运行全过程，就可以很方便地对大势进行预测。首先，我们要明确当前所处的位置，只要明确了目前的位置，按波浪理论所指明的各种浪的数目就会很方便地知道下一步该做什么。

要弄清楚目前的位置，最重要的是认真准确地识别3浪结构和5浪结构。这两种结构具有不同的预测作用。一组趋势向上（或向下）的5浪结构，通常是更高层次的波浪的1浪，中途若遇调整，我们就知道这一调整肯定不会以5浪的结构而只会以3浪的结构进行。

如果我们发现了一个5浪结构，而且目前处在这个5浪结构的末尾，我们就清楚地知道，一个3浪的回头调整浪即将出现。如果这一个5浪结构同时又是更上一层次波浪的末尾，则我们就知道一个更深的、更大规模的3浪结构将会出现。上升5浪、下降3浪的原理也可以用到熊市中，这时结论变成下降5浪、上升3浪。

从表面上看，波浪理论会给我们带来利益，但是从波浪理论自身的构造我们会发现它众多的不足。

首先，波浪理论从理论上讲是8浪结构完成一个完整的过程，但是，主浪的变形和调整浪的变形会产生复杂多变的形态，波浪所处的层次又会产生大浪套小浪、浪中有浪的多层次形态，这些都会使应用者在具体数浪时发生偏差。浪的层次的确定和浪的起始点的确认是应用波浪理论的两大难点。

其次，面对同一个形态，不同的人会产生不同的数法，而不同的数浪法产生的结果可能相差很大，且波浪理论只考虑了价格形态上的因素，而忽视了成交量方面的影响，这给人为制造形态的人提供了机会。正如在形态学中有假突破一样，波浪理论中也可能造成一些形态让人上当。当然，这个不足是很多技术分析方法都存在的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三节 技术分析指标

一、移动平均线——短线及中线指标

移动平均线法（Move Averagely Line）也是分析证券市场变化趋势的一种常用方法，它是人们为了克服道氏理论所存在的缺点而创建的证券市场长期趋势分析方法。

1. 移动平均线的基本含义

移动平均线（MA）就是将过去一段时间的股价指数每日往后移动一个股价指数来计算股价平均值，并依次绘成一条线，该线就是所谓的移动平均线。天数就是 MA 的参数。MA 的参数一般取 5 日、10 日、20 日、60 日、120 日、250 日。

移动平均线的作用在于取得一段时期的平均股价的移动趋势，以避免人为的股价操作，且通过移动平均线可以知道目前股价的平均成本。移动平均线所取的参数越大，其移动趋势越缓慢，线条越平滑，但比较能反映真实的股价变动。一般情况下，移动平均线有两大作用：助涨作用和助跌作用。

（1）助涨作用。当某日某只股票的股价位于某条平均线之上，说明在此时买入股票的成本要比前几日买入股票的平均成本要高。而大盘指数出现这种情况时，往往说明当前的市场状态是买方的力量占有优势地位，市场的人气较为旺盛，买盘力量偏大。因而，若此时移动平均线保持上行状态，则对股价呈现出一种不断上推的作用。这种作用即称为移动平均线对股价的助涨作用。

（2）助跌作用。当某日某只股票价格处于某条移动平均线之下，说明在此时买入股票的成本要比前几日买入股票的平均成本低。而大盘指数出现这种情况时，往往说明当前的市场状态是卖方的力量占有优势地位，抛盘加重，买方力量支持不住，才使股价跌到移动平均线的下方，股价将呈现出一种下跌态势。而股价的下落，又进一步带动移动平均线的下降，移动平均线的下降又使市场买方的人气涣散，股价继续下跌。这种作用即称为移动平均线对股价的助跌作用。

MA 参数取值可以有很多种，取值不同就可以得到不同的均线，如 5 日均线又称周线、10 日均线又称半月线、20 日均线又称月线、60 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

均线又称季线、120 日均线又称半年线、250 日均线又称年线。期限越短，敏感性越强；在股价变动剧烈的股市中，宜选择短期移动平均线。

2. 证券买卖时机的选择

利用移动平均线与股价的变化可以决定买卖时机，西方的证券投资专家葛南维尔（Joseph Granvile）曾就根据股价线与移动平均线之间的关系，给出了买卖证券的八大法则。图 13-25 即为葛南维尔利用200 天移动平均线揭示的四大买入信号及四大卖出信号。

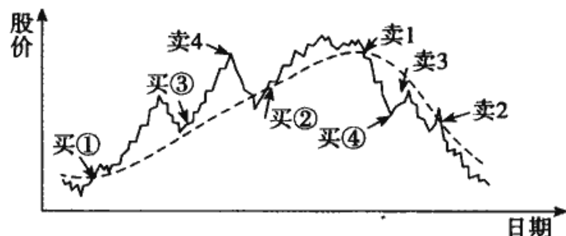


图 13-25 葛南维尔的四大买入和四大卖出信号

（1）四大买入信号：

买入信号 1：当移动平均线走势由下降逐渐转平或回升，股价从平均线的下方向上升穿平均线时，为买入信号。

买入信号 2：股价连续上升后因获利回吐导致一时跌破平均线，但平均线在短期内仍继续上升，而股价回跌幅度不大，并马上恢复再次向上升穿平均线时，为买入信号。

买入信号 3：股价连续上升远离平均线后出现大涨小回的突然下跌，但未跌破平均线又再度上升，仍可视为买入信号。

买入信号 4：股价跌破平均线后，突然连连暴跌，远离平均线，属于超卖现象。当股价向平均线方向回升时，是短线技术反弹的有利买进时机。

（2）四大卖出信号：

卖出信号 1：当平均线走势由上升逐渐走平转弯下跌，而股价从平均线上方向下跌破平均线时，为重要卖出信号。

卖出信号 2：股价虽向上突破平均线，但又立即跌到平均线之下，而这时平均线仍在继续向下，为卖出信号。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卖出信号3：股价跌落于平均线以下，然后向平均线弹升，但未升穿平均线即又告回落，为卖出信号。

卖出信号4：股价升穿平均线后，在平均线上方急速上升，距平均线越来越远，且上涨幅度相当可观，属于超买现象，随时会因获利回吐产生卖压，为卖出信号。

应用以上法则时，采用不同天数的移动平均线则会发出不同的买入、卖出信号。葛南维尔的本意是用股价和200日移动平均线的相互关系来判断信号，但结合我国沪、深股市的实际，移动平均线的天数太长，则买卖信号的出现过于迟缓，并不适用。

3. 线的组合分析

在实际使用中常用多条移动平均线的组合来进行股市分析，不同的组合有不同的预测功能。一般而言，5～10天的移动平均线反映短期趋势；30～60天的移动平均线反映中期趋势；100～200天的移动平均线反映长期趋势。通过将各种移动平均线加以适当组合，我们可以较客观地判断出市场趋势。

股价持续下跌后，探底、回升，对此短期线反映较为敏感。中期线表现为下降趋于缓慢，不久转为上升。若股价持续上升，长期线会随之趋向于缓慢上升。因此各种移动平均线呈错综交替的局面。首先，短期线升过中期线，又升过长期线。如果股价仍继续上升，中期线也会升过长期线。这种中期线升过长期线，从而确认市场大势上升的情形，称为黄金交叉。黄金交叉之后，三条平均线从上至下依次是短期线、中期线、长期线，均处于持续上升势态，通常表示市场进入牛市。

股价上升缓慢并且在高价位上下徘徊时，短期线的上升会明显趋缓；随着股价下跌，短期线也开始下跌，接着对中期线、长期线产生影响，直至中期线跌至长期线之下。这时的两线交叉意味着上升市场的终结，故称其为死亡交叉。在死亡交叉之后，从下至上平均线的位置依次是短期线、中期线、长期线，通常表示熊市到来。

移动平均线在实际应用中的不足之处是出现买卖信号延迟，因此，在证券投资分析中不易单独使用移动平均线来确定买卖信号，一般用移动平均线作长期趋势分析。黄金交叉与死亡交叉如图13-26所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

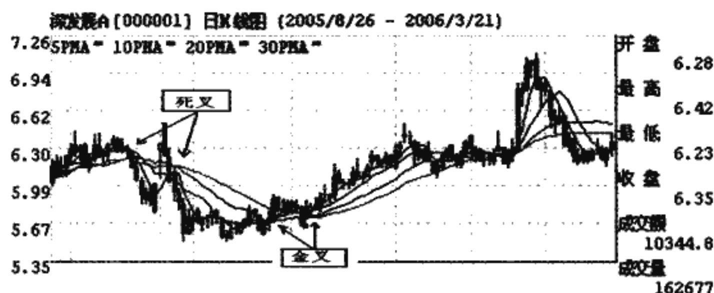


图 13-26　黄金交叉与死亡交叉

二、平滑异同移动平均线——中长线指标

平滑异同移动平均线（Moving Average Convergence and Divergence）指标的英文缩写为 MACD。该指标为 G. 阿普尔（Gerald Appel）于 1979 年首创。

（一）设计原理

我们介绍移动平均线时曾指出两条均线的偏离和交叉可以产生买卖信号，行情的演化总要经历快的移动平均线先穿过慢的移动平均线，然后两者之间的差距越来越大，到达某一点后快线开始回头，以后快慢线之间的距离又逐渐缩小，最后再次发生交叉，前后两次交叉产生两个相反的交易信号（即如前一交叉为买入信号，则后一交叉为卖出信号；反之亦然）。如果我们用一个指标来表示快慢移动平均线之间的离差值并且用柱状图将其表示出，则该指标将围绕 0 轴上下不断地震荡，形成一个不规则的类似于波谱的图形。这种离差值就是最初始的 MACD。用公式表示为：

$$MACD = M_{快} - M_{慢}$$

式中：$M_{快}$ 为快速平均线，即较短时间的移动平均线；$M_{慢}$ 为慢速移动平均线，即较长时间的移动平均线。

实战中，一些技术分析人士就是如此使用 MACD。但是，简单地利用移动平均线，有时会遇到均线交叉过于频繁的困境，尤其是在市场趋势不明朗时。因此，阿普尔认为可以对移动平均线作平滑处理，以过滤掉一些较小的波动所产生的扰动影响。所谓平滑处理，实质上是加权处理。我们通常所说的移动平均线皆为简单算术平均线。实际上，在构造

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平均线时也可以采用加权平均线。因此，移动平均线在作平滑处理后，本质上仍属移动平均线范畴。通常的平滑处理如下：

EMA＝当日收盘价×& + 前一日的 EMA×（1－&）

式中：EMA 为平滑值；& 为平滑因子，在设计上 &＝2/（N+1）（N 为天数，通常取值 12、26）。

从上式中我们可以看出，快线和慢线的平滑因子值是不一样的。例如，12 日平滑移动平均线的平滑因子为 2/（12+1）＝0.1538，26 日平滑移动平均线的平滑因子为 2/（26+1）＝0.0741。也就是说，当日收盘价在快线中所占的权重要比在慢线中大。在作平滑处理后，线的离差值可以表示如下；

DIF＝12 日 EMA－26 日 EMA

式中：DIF 为离差值；12 日 EMA 是时间参数为 12 天的当日平滑值，即快的平滑移动平均线；26 日 EMA 是时间参数为 26 天的当日平滑值，即慢的平滑移动平均线。

同移动平均线原理一样，单独的 DIF 也能进行行情预测，但为了使信号更可靠，依据“交错分析法”，阿普尔再展绝技，对 DIF 再次进行平滑，这一新的平滑值通常被称为 MACD 值（也有的称为 DEA 值）。

MACD＝当日的 DIF×B+前一日的 DIF×（1－B）

式中：B 为平滑因子，在设计上 B＝2/（m+1）（m 为平滑天数，通常取值为 9）。

上式是 MACD 的指标设计中最主要的创新。但将 DIF 的平滑值称为 MACD，极容易让一般投资者尤其是新手产生误解或混淆，以为 MACD 指标就是 DIF 的平滑值。实际上，MACD 包括两项指标，其一是 DIF，其二是 DIF 的平滑值（也被称为 MACD）。以上是 MACD 简明的设计原理。

将每日的 DIF 与 DEA 值分别绘在坐标轴上，就得出两条线，即 MACD 值，如图 13－27 所示。

此外，在分析软件上还有一个指标 BAR，BAR＝（DIF 线－MACD 线）×2，为图中垂直的红绿柱状线。

（二）应用法则

1. 当 DIF 线向上突破 MACD 平滑线，即为涨势确认之点，也就是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

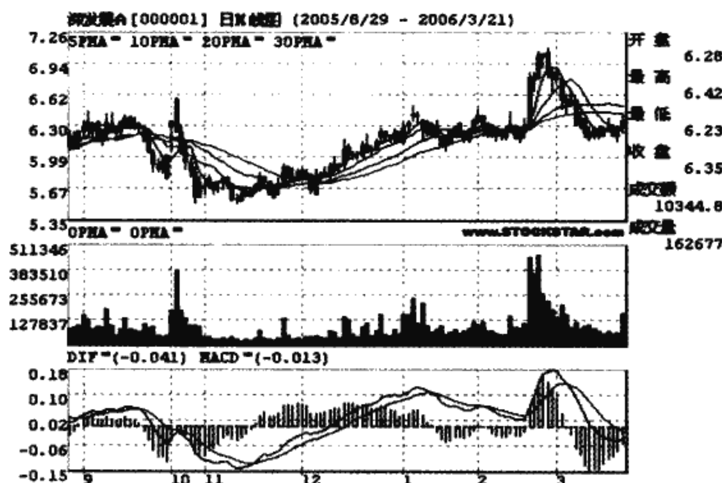


图 13-27 MACD 值

买入信号；反之，当 DIF 线向下跌破 MACD 平滑线，即为跌势确认之点，也就是卖出信号。

2. 一般而言，在持续的涨势中，12 日 EMA 在 26 日 EMA 之上，其间的正差离值（+DIF）会愈来愈大。反之，在跌势中，差离值可能变负（-DIF），负差离值也愈来愈大。所以，当行情开始反转时，正或负差离值将会缩小。

3. 分析 MACD 柱状线，由红变绿（正变负），卖出信号；由绿变红，买入信号。当直线棒由大开始变小，即为卖出信号，当直线棒由最小（负数的最大）开始变大，即为买进信号。因此我们可依据直线棒研判短期的反转点。

4. 0 轴以下为空头行情，0 轴以上为多头行情。

MACD 的缺点同 MA 一样，在股市没有明显趋势而进入盘整时，失误的时候极多。另外，对未来股价的上升和下降的深度不能提供有帮助的建议。

三、相对强弱指数——多空力量的强弱指标

相对强弱指数（Relative Strength Index）简称 RSI，是目前流行最广、使用最多的技术指标之一，它是由美国技术分析大师威尔德

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(J. Welles Wilder）在 1978 年提出的。RSI 可应用于股票、期货和外汇等市场。

（一）相对强弱指数的基本含义

相对强弱指数即股市收盘指数（个股收盘股价）的相对升降幅度。它反映出一段时间内，在股市中买方力量与卖方力量的相对强弱程度及买卖双方力量对比的变化情况，并以此为据来分析股价未来的走势。此方法运用简单，效果良好，成功率高，甚至有“RSI 必胜”之说。

RSI 的计算方法，是采用某一时期（N 天）内收盘指数每天的涨跌大小，来反映这一时期内多空力量的强弱对比。RSI 将 N 日内每日收盘指数涨势（即当日收盘指数高于前日收盘指数）的总和作为买方总力量，而 N 日内每日收盘指数的跌势（即当日收盘指数低于前日收盘指数）的总和作为卖方总力量。其计算公式为：

$$RSI（N）=\frac{A}{A+B}\times 100\%$$

式中：A 为 N 日内股市收盘指数（个股收盘股价）升幅累计值；B 为 N 日内股市收盘指数（个股收盘股价）跌幅累计值。

RSI（N）有两个极限值：一个是 N 日内股价全部下降，无一日上升，则上式的分子为 0，RSI（N）也等于 0；另一个极限值是 N 日内股价全部上升，无一日下降，则分子、分母相等，RSI（N）等于 100。这两种情况较少出现，通常情况下 RSI（N）在 0～100 的范围内变化。

RSI 选用的天数 N 可取 6 天、9 天、14 天等，天数越少曲线变化越频繁，天数越多则曲线变化相对平稳。

将每日计算出的 RSI 值连接起来就得到 RSI 曲线，如图 13－28 所示。

（二）应用法则

1. 强弱指标的值在 0～100 之间。RSI 取值超过 50，表明市场进入强势；RSI 低于 50，表明市场处于弱市；RSI 高于 80，表明市场超买严重；RSI 低于 20，表明市场超卖严重。

2. 交叉信号：短期的 RSI 在 20 以下的水平，由下往上交叉长期的 RSI 时，为买进信号。短期的 RSI 在 80 以上的水平，由上往下交叉长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

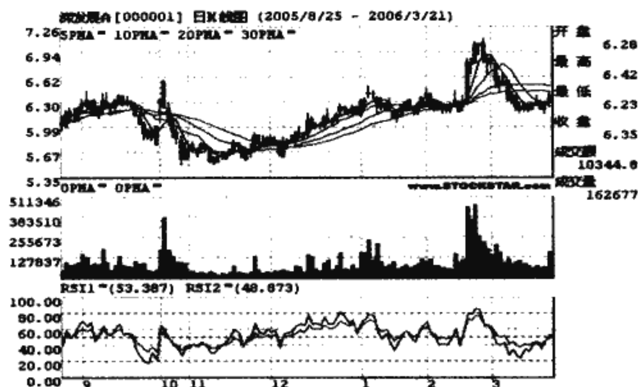


图 13-28　RSI 曲线

期的 RSI 时，为卖出信号。

3. 盘整时，RSI 一底比一底高，多头势强，后市可能续涨应买进；反之，是卖出信号。股价尚在盘整阶段，而 RSI 已整理完成，股价将随之突破。

4. 背驰信号：从 RSI 与股价的背离方面判断行情。

（1）RSI 处于高位，并形成一峰比一峰低的两个峰，而此时，股价却对应的是一峰比一峰高，这叫顶背离信号。股价这一涨是最后的衰竭动作，这是比较强烈的卖出信号。

（2）RSI 在低位形成两个依次上升的谷底，而股价还在下降，这为底背离信号，股价是最后一跌或者说是接近最后一跌，是可以开始建仓的信号。

在 RSI 出现“顶背驰”和“底背驰”时，虽然 RSI 可小于 80 或大于 20，也应视为重要的卖出或买入信号，此点请注意。

5. RSI 在 40 ~ 60 之间的交叉信号尽量不用，骗线的可能性较大。

四、威廉指数——测量超买、超卖情况的指标

威廉指数（WMS% 或% R）全称威廉超买、超卖指标，亦是反映买卖双方力量强弱的技术指标。与相对强弱指数不同的是，前者重视累计值的比较，而后者则直接以当日收市价与 N 日内高低价位之间的比较，来判断短期内行情变化的方向，因此是一种更为敏感的指标。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（一）计算公式

$$\%R=\frac{H_n-C}{H_n-L_n}\times 100$$

式中：C 为当日收市价；L_n 为 N 日内最低价；H_n 为 N 日内最高价；一般取 14 日或 20 日。将每日的%R 值连接起来就得到%R 曲线，如图 13-29 所示。

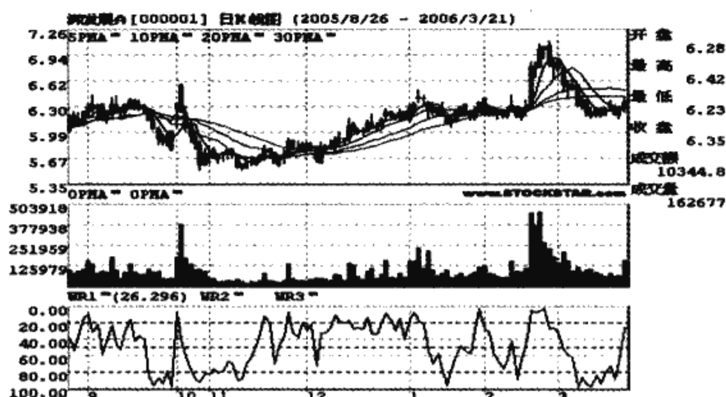


图 13-29　WMS%或%R 曲线

（二）应用法则

威廉指数值在 0～100 之间变化。由上面的公式可知当目前收市价越接近 N 日内最高价时，%R 值越小，超买严重，应当卖出；而当目前收市价越接近 N 日内最低价时，%R 值越大，应考虑买入。一般判断规则有：

1. 取值为 0～100，50 为轴，%R>50，行情处于弱势；%R<50，行情处于强势。威廉指数的值越小，市场的买气越重；反之，其值越大，市场卖气越浓。

2. %R 上升至 20 以上，超买，即将见顶，应及时卖出；下跌至 80 以下，超卖，即将见底，应伺机买进。

威廉超买、超卖指标是短线操作的有力工具，反应敏感是其优点，但捕捉不到大行情亦是此类工具的通病，所以配合其他指标使用非常重要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

五、随机指数——反映价格走势的强弱和超买、超卖现象的指标

随机指数（%K、%D）亦称 KDJ 指标，与相对强弱指数的分析方法类似，常用来做短期的市场超买、超卖判断，并且以与股价走势的“背驰”现象作为重要的转势信号。

（一）随机指数的基本含义

随机指数（Stochastics）是研究判断股市中收盘价、最高价、最低价的波动及相互关系的一种指数，由美国技术分析大师乔治·兰（George Lane）创立。一般认为，在股市上升行情中，收盘价偏于高位；而在股市下跌行情中，收盘价则偏于低位。因此，可用收盘价与最高价和最低价之间的相互关系来判断股价走势。一般在股市上升行情中，%K 线、%D 线向上；而在股市下跌行情中，%K 线、%D 线则向下。

随机指数的计算方法：

（1）在产生 KDJ 以前，先计算产生未成熟随机值 RSV（Row Stochastic Value）

$$\text{RSV（N）}=\frac{\underset{\text{（个股收盘股价）}}{\text{第 N 日股市收盘指数}}-\underset{\text{（个股最低股价）}}{\text{N 日内股市最低指数}}}{\underset{\text{（个股最高股价）}}{\text{N 日内的股市最高指数}}-\underset{\text{（个股最低股价）}}{\text{N 日内的股市最低指数}}}\times 100$$

RSV（N）的极限值：当第 N 日的收盘价等于 N 日内的最高价时，分子、分母相等，RSV（N）等于 100；反之，当第 N 日的收盘价等于 N 日内的最低价时，分子为 0，则 RSV（N）等于 0。通常 RSV（N）在 0～100 的范围内变化。N 一般可取 6 日或 9 日。

（2）计算%K 及%D

对 RSV 进行指数平滑，就得到如下 K 值：

今日%K=（2×前一日%K+今日 RSV）÷3

对 K 值进行指数平滑，就得到 D 值：

%D=（2×前一日%D+当日%K）÷3

开始计算时，式中前一日%K 及前一日%D 的初始值均可取 50。

%J=3×当日%D−2×当日%K

式中：3 为平滑因子，可以改变成别的数字。

将计算出来的每日%K、%D、%J 值连成平滑曲线即得到随机指数线，如图 13-30 所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

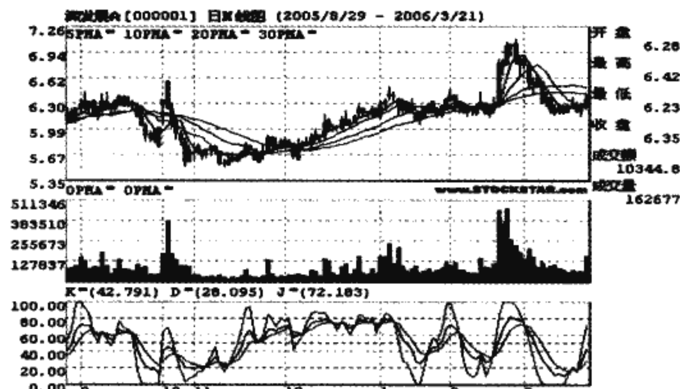


图 13-30 KDJ 曲线

（二）应用法则

1. 超买、超卖区域的判断——K 值在 80 以上，D 值在 70 以上为超买的一般标准。K 值在 20 以下，D 值在 30 以下，即为超卖的一般标准。

2. 背离判断——当股价走势一峰比一峰高时，随机指数的曲线一峰比一峰低，或股价走势一底比一底低时，随机指数曲线一底比一底高，这种现象被称为背离，随机指数与股价走势产生背离时，一般为转势的信号，表明中期或短期走势已到顶或见底，此时应选择正确的买卖时机。

3. K 线与 D 线交叉突破判断——K 值大于 D 值时，表明当前是一种向上涨升的趋势，因此 K 线从下向上突破 D 线时，是买进的信号；反之，当 D 值大于 K 值，表明当前的趋势向下跌落，因而 K 线从上向下跌破 D 线时，是卖出信号。

K 线与 D 线的交叉突破，在 80 以上或 20 以下较为准确。

4. 因随机指数具有随机概念，所以比相对强弱指数更为敏感，可用来进行短线操作。如与相对强弱指数和背离率配合使用，则更为可靠。

除以上介绍的技术分析方法和指标外，还有众多的方法与指标，本书在此就不一一介绍了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四节 中国证券交易所实时行情技术分析指标

前面几节介绍的技术指标大多是以交易日为单位，不适用于日内即时交易行情的判断。在此节我们将介绍我国证券市场中如钱龙、分析家等行情分析软件所普遍使用的一些衡量实时买卖双方力量的技术指标及术语，这些指标及术语对投资者分析日内实时行情走势具有一定的使用价值。我国证券市场个股实时行情走势 K 线图参见 13-31。

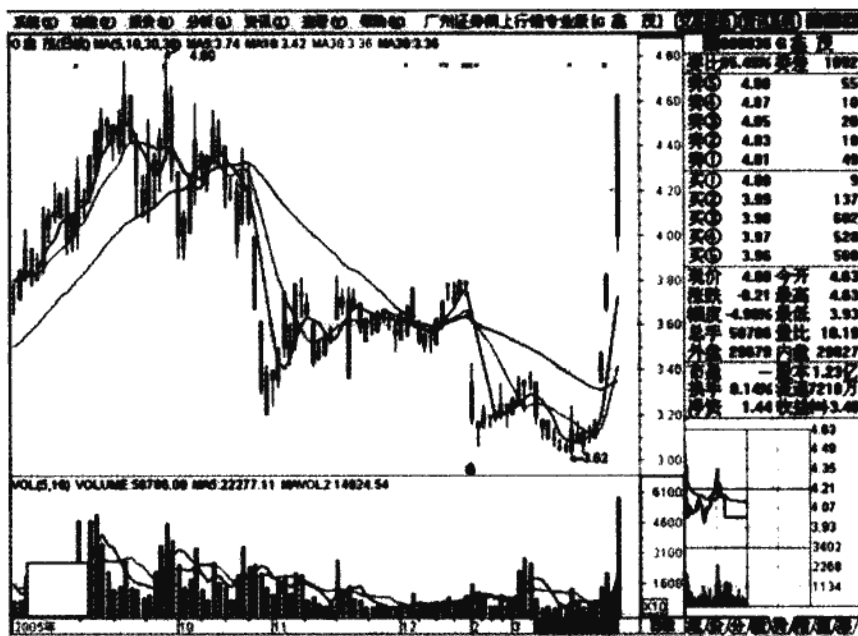


图 13-31 我国证券市场个股实时行情走势 K 线图

1. 委比

委比是衡量某一时段买卖盘相对强度的指标。其计算公式为：

$$委比=\frac{委买手数-委卖手数}{委买手数+委卖手数}$$

我国证券交易所电脑主机将所有的委托买卖申请，按照价格优先原则自动从低往高排列，并实行三级委托买卖盘显示，也就是说，对于买方和卖方的报价分别显示三个价位以及各自的买卖数量，委买手数为当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前个股委托买入下三档的总数量；委卖手数为当前个股委托卖出上三档的总数量。不难看出，委比值的变化范围为-100% ~ +100%，当委比值为-100%时，表示只有卖盘而没有买盘，说明市场的抛盘非常大；当委比值为+100%时，表示只有买盘而没有卖盘，说明市场的买盘非常有力；当委比值为负时，卖盘比买盘大；而委比值为正时，说明买盘比卖盘大。

一般情况下，委比只能说明在这一时刻，这只股票买卖的强度对比。所以，经常出现某只股票涨势不错，而委比却显示空方力量比较强的情况，此时就需要对这只股票进行连续观察。如果是在高位卖盘涌现，则有可能是主力拉高出货，投资者需要谨慎操作，不妨逢高减磅，适当降低风险；如果只是在较低位置或者在震荡整理时出现，则有可能是做多不坚决或者是割肉出局，投资者可以不必理会，应该坚决持有股票。

2. 委差

委差也是衡量某一时段买卖盘相对强度的指标，其公式为：

委差＝委买手数-委卖手数

其意义同委比。

3. 现手

现手是现在交易所电脑主机最近时刻撮合成交的手数，单位手（1手为100股）。

4. 内盘和外盘

内盘：成交价在买入价叫内盘；外盘：成交价在卖出价叫外盘。

例如，××股票的实时交易数据如表13-1所反映。

表13-1 ××股票的实时交易数据

时间	买入	卖出	成交	成交手数	外盘累计手数	内盘累计手数
9：30	9.00	9.10	9.00	50	1 000	500
9：31	9.00	9.10	9.00	100	1 000	600
9：32	9.00	9.10	9.10	80	1 080	600

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

外盘：当成交价在卖出价时，将现手数量加入外盘累计数量中，当外盘累计数量比内盘累计数量大很多，而股价上涨时，表示很多人在抢盘买入股票，说明主动性买盘多，投资者看好后市，所以股票继续上涨的可能性较大。

内盘：当成交价在买入价时，将现手数量加入内盘累计数量中，当内盘累计数量比外盘累计数量大很多，而股价下跌时，表示很多人在抛盘，说明主动性抛盘多，投资者不看好后市，所以股票继续下跌的可能性较大。

5. 量比

量比是一个衡量相对成交量的指标，它是开市后每分钟的平均成交量与过去5个交易日每分钟平均成交量之比。其公式为：

$$量比=\frac{现在成交总手}{\frac{过去5日平均成交总手}{240}\times 目前已开市时间（分钟）}$$

当量比大于1时，说明当日每分钟的平均成交量要大于过去5日的平均数值，交易比过去5日火爆；而当量比小于1时，说明现在的成交量比不上过去5日的平均水平。通过量比的观察，投资者可以简单地判断市场主力活动的动向，尤其是在洗盘过程当中。当股价下跌一定的幅度之后，成交量持续萎缩，量比一天比一天变小，如果突然有一天量比开始放大，股价上涨，则说明当前该股票开始变得成交活跃，极有可能是主力开始出来活动。

6. 均价

均价即个股均价线，是现在这个时刻买卖股票的每股平均价格。其公式为：

$$均价=\frac{\sum(分时成交的量\times 成交价)}{总成交股数}$$

如图13-32所示，个股分时走势图中的那根黄色曲线即个股均价线，而图中那根白色波动频繁的线是分时价位线，表示该只股票的分时成交价格。

均价线的原理与移动平均线的原理是一样的，只是均价线反映的是当天投资者的平均持股成本，只有一条线，而移动平均线有任意多条，反映的是一段时间内投资者的平均持股成本。投资者可以运用均价线来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

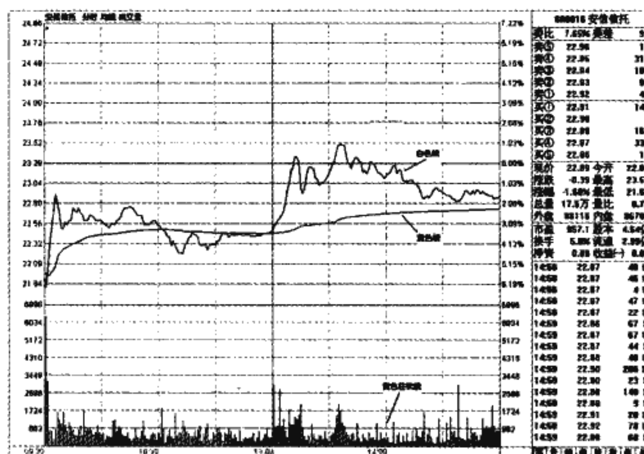


图 13-32 个股分时走势图

判断当天多空力量的对比。例如，K 线虽然收阳，而股价却不能企稳于当天的均价线之上，说明市场抛压较重，上行行情难以持续。另一方面投资者可以有效识破主力的骗线行为，主力能够在尾市大幅拉高或是刻意打压股价，通过改变收盘价来改变原来的 K 线形态或技术指标，但一般难以使当天均价线出现大幅变化。收盘时的均价客观地反映了全天的股价重心，尾市的波动对其影响较小。

一般来说，若股价一直在均价线之下运行，说明市场抛压沉重，后市看跌。有时日 K 线虽然收阳，但均价线却以平缓的角度向下倾斜，说明当天重心下移，短期上行阻力重，这是明显的冲高乏力的表现。若股价始终在均价线之上运行，说明当天投资者愿以更高的价格买入该股，处于强势，可重点关注。

应用均价线时，需注意与日线指标以及中线指标相对照，若日线指标和中线指标同时向多，均价线亦处于强势，即产生共振现象，此时买入风险较低，从日线图上看刚刚脱离底部的个股，中线买入安全性较高。

7. 换手率

换手率也称“周转率”，是指在一定时间内市场中股票转手买卖的频率，是反映股票流通性强弱的指标之一。它等于在某一段时期内某只

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票的成交量与发行在外总股数的比率。

换手率越高说明交投就越活跃，人们购买的欲望就越高；反之则说明该只股票交投冷淡，少有人问津。有时投资者可以利用换手率的大小来观察机构大户的吸货行为，如果某只股票换手率在低位突然放大，必定有人在低位大量吸筹。但是，在股价大幅下跌时，成交量出现大幅增加，换手率高，说明市场产生了恐慌性的抛售。

8. 上证领先指标中白线和黄线的含义

上证领先指标参见图 13–33。

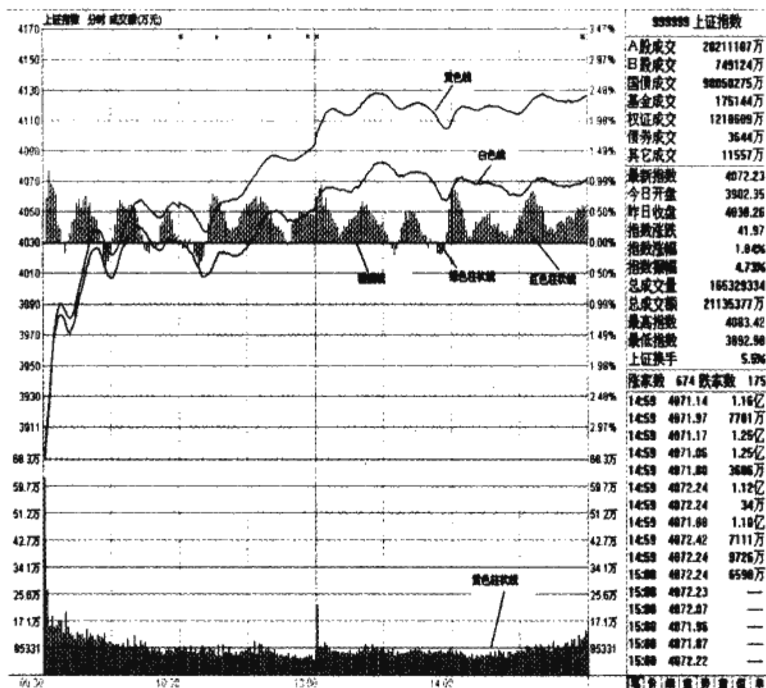


图 13–33　上证领先指标图

在图 13–33 中有两根曲线，一根白色曲线、一根黄色曲线。白色曲线表示上证交易所对外公布的通常意义上的大盘指数，也就是说是按个股总股本加权平均计算得出的上证指数走势图；黄色曲线是不考虑上市股票发行数量的多少，将所有股票对上证指数的影响等同对待，不含

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加权的上证指数走势图。

因白色曲线表示的上证指数是以各上市公司的总股本为权数加权计算出来的，故盘子大的股票较能左右上证指数的走势，如工商银行、中国联通、宝钢股份、中国石化、浦发银行等。而黄色曲线表示的是不含加权的上证指数，各股票的权数都相等，所以价格变动较大的股票对黄线的影响要大一些。这样，参考白色曲线和黄色曲线的相对位置，可以得到以下信息：当上证指数上涨时，如白线在黄线的上方，说明大盘股的影响较大，盘子大的股票涨幅比盘子小的股票要大；反之，如黄线在白线的上方，就是小盘股的涨幅比大盘股要大。而当上证指数下跌时，如黄线在白线的下方，表示大盘股的下跌幅度较小而小盘股的股票跌幅较大；反之，如白线在黄线的下方，表示大盘股的跌幅比较大。

9. 红色及绿色柱状线的含义

红色柱状线和绿色柱状线反映当前市场即时所有股票的买盘与卖盘的数量对比情况。当红色柱状线长度逐渐往上增长时，表示买盘大于卖盘，指数增长的力量逐渐增强；而当红色柱状线的长度逐渐缩短时，表示卖盘大于买盘，股票指数增长的力量在渐渐减弱。

当绿色柱状线长度逐渐往下增长时，表示指数下跌的力量逐渐增强；而当绿色柱状线的长度逐渐缩短时，表示指数下跌的力量在渐渐减弱。

10. 上证领先指标图中黄色柱状线的含义

上证领先指标图中下方黄色柱状线表示市场中每分钟的成交量，单位为手（100 股/手）。

其他需要了解的还有：

11. 总成交额

表示一日交易下来的总金额，以万元为单位。

12. 总成交量

一日交易下来的股票总数，以手为单位。

13. 指数涨跌

现在股价指数减前一个交易日收盘股价指数。若为正值，表示股价在上涨，图中表示为红色；若为负值，表示股价在下跌，图中表示为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

绿色。

14. 指数涨跌幅度

幅度（%）=（现在股价指数-前一个交易日收盘股价指数）/前一个交易日收盘股价指数，若幅度为正值，表示股价在上涨，图中表示为红色；若幅度为负值，表示股价在下跌，图中表示为绿色。

15. 指数振幅

指开盘后最高股价指数、最低股价指数之差的绝对值与前日收盘股价指数的百分比。一般振幅大的股票有三种可能：①庄家高度控盘，外面流动的筹码很少，一点点成交量就会使股价存在形成很大波动的可能。②处于多空明显分歧的趋势，比如某个股票连续上涨甚至涨停（或者连续下跌甚至连续跌停）之后，打开涨停或者跌停时，就会出现较大的波动。③庄家通过大幅度拉高或者杀跌来吸筹或者出货。

【案例1】 矩形（箱体平台的整理与突破，见图13-34）

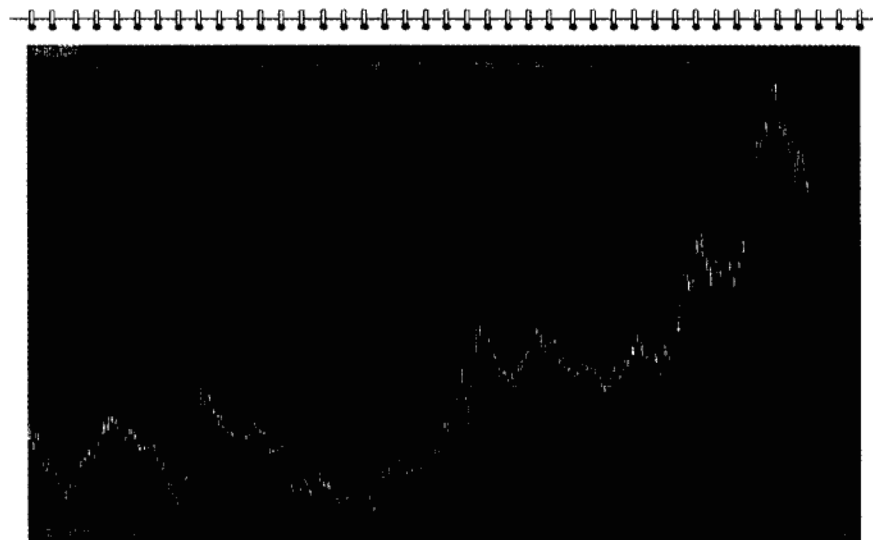


图13-34 矩形

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

【案例2】 八个子浪的完整运动过程（见图 13-35）

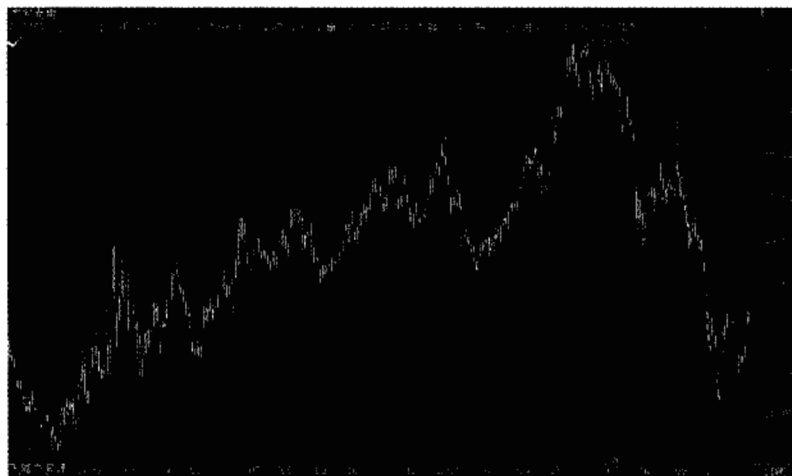


图 13-35 八个子浪的完整运动过程

资料来源：以上两案例作者根据分析软件加工整理。

本章基本概念

道氏理论 波浪理论 移动平均线法 平滑异同移动平均线 K 线图 相对强弱指数 随机指数 双重底 头肩底 上升三角形 双重顶 委比 量比 外盘 内盘

复习思考题

1. 道氏理论的要点是什么？它对技术分析有何贡献？
2. K 线的基本种类有哪些？各有什么含义？
3. 波浪理论所阐述的主要思想是什么？
4. 怎样利用股票价格移动平均线进行趋势判断？
5. 怎样利用葛南维尔投资法则进行买卖操作？
6. 支撑线和压力线的作用如何？如何判断和分析支撑和压力？
7. 股价的反转图形有几种？它们各有什么意义？
8. 股价的整理图形有几种？它们各有什么意义？
9. 什么是相对强弱指数？简述其优缺点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10. 什么是随机指数 KDJ？简述其优缺点和局限性。
11. 运用威廉指数如何判断短期内股市变化的方向？
12. 什么是成交量？它对研判行情有什么作用？
13. 技术分析方法的作用与局限是什么？
14. 怎样看待基本分析与技术分析法？

学习资料推荐

你可以下载免费行情软件，观察大盘和个股的行情走势：大智慧 http：//www. gw. com. cn；同花顺 http：//www. 10jqka. com. cn。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十四章
现代证券投资组合理论与业绩评价



投资组合又称为资产组合，是投资者将资金投入不同的若干种资产上，借助资产多样化效应，分散单个证券的风险进而减少总风险。本章主要阐述有效市场假说，分散化对总风险的影响，现代组合理论的形成及应用原理，可行区域与有效边界，确定最优投资组合的方法、步骤等。通过本章的学习，使学生知晓现代组合理论，掌握最优投资组合的构建方法，掌握资产定价模型的定价方法。

在过去的几十年里，投资领域取得的最大进步就是认识到：最优的投资组合并非是将许多风险收益特征良好的证券简单地组合在一起。具体说来，投资者必须考虑各种投资之间的相关性，才能建立符合投资目标的最优投资组合。本章渐进式地解释了证券投资组合理论，及投资者应如何合理地选择自己的最佳投资组合等问题。

投资组合（Portfolio）通常是指个人或机构投资者同时所持有的各种有价证券的总称，如股票、债券、存款单等。投资组合不是证券品种的简单随意组合，它体现了投资者的意愿和投资者所受到的约束，即受到投资者对投资收益的权衡、投资比例的分配、投资风险的偏好等的限制。

第一节　有效市场假说

一、有效市场假说

市场有效性的基本假设是证券存在一种客观的均衡价值，股价已反

本章建议阅读资料：

1. 中国证券业协会．证券业从业资格考试统编教材——证券投资基金［M］．北京：中国财政经济出版社，2012.
2. 埃尔顿，格鲁伯．现代投资组合理论与投资分析［M］．北京：机械工业出版社，2008.
3. Haugen R A. Modern Investment Theory［M］. 5^{th} ed. 北京：北京大学出版社，2002.
4. 布朗，瑞利．投资分析与投资组合管理［M］．5版．李秉祥，译．沈阳：辽宁教育出版社，1999.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

映所有已知的信息，且价格将趋向于均衡价值。这一假设意味着投资者是理性的，其购买和出售行为将使证券价格趋向其内在价值，且调整到均衡的速度，依赖于信息的可利用性和市场的竞争性。高度竞争且又有众多掌握完全信息的参与者的市场，将会相当快速地将价格调整到均衡；相反，只有很少参与者又只具有很不完全的信息流的市场，则可能要经历一个相当缓慢的调整过程。

从一定意义上讲，市场有效性假设意味着资源配置的有效性和市场运行的有效性，它是衡量证券市场信息分布、信息传递速度、交易的透明度和规范程度的一个重要标志。证券市场的发展目标最终是造就一个规范化的、高效率的、充满竞争的市场。只有市场有效，信息在价格中得到迅速、充分反映，才能实现资本的有效配置和最优化。

在 1967 年 5 月芝加哥大学举行的证券讨论会上，Harry V. Roberts 根据股票对相关信息反映的范围不同，相应提出了证券市场有效性的三种形式：弱有效率市场（Weak form Efficiency）、次强有效率市场（Semi Strong form Efficiency）、强有效率市场（Strong form Efficiency）。但 Harry V. Roberts 的这篇文章似乎从未发表过。[①] 1970 年，芝加哥大学金融学家法玛（Fama）又对这三种效率市场做了阐述。[②] 该假说为研究信息与价格变动之间的关系奠定了基础。该假说认为，在一个证券市场中，如果价格完全反映了所有可得的信息，则每一种证券的价格都永远等于其投资价值，这样的证券市场就称之为有效市场。

当然，任何假说都有其假定条件。市场有效假说首先假定，市场中存在大量相互独立的以利润最大化为目标并对证券价值从事分析的参与者；其次，假定影响证券价格的信息以随机的方式进入市场；最后，假定投资者快速对影响价格的新信息做出反应，从而证券价格也快速做出调整，以反映新信息的影响，该项假定最为关键。

有效市场假说表明，在一个有效的市场中，投资者只能获取与其所承担的风险相称的收益，而不会获得高出其风险补偿的超额收益。因而，在一个有效的市场中，公平原则得到了真正体现，证券市场引导资

---

① 李昌震．关于市场有效性假设［M］．//汤敏，茅于轼．现代经济学前沿专题（第二集）．北京：商务印书馆，1993.

② 曹凤岐，刘力，姚长辉．证券投资学［M］．2 版．北京：北京大学出版社，2000.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

源分配的信号功能得以充分发挥。但是，从市场达到有效的前提条件来看，证券市场是不可能完全有效的，现实中的信息获取是存在成本的，不可能所有的投资者都具有完全相同的信息等。因而，从实际意义上来说，市场有效只是程度上的问题。

二、有效市场的分类

按照市场有效的程度不同，1970 年，法玛把股票市场的有效性归纳为三类，弱有效率市场、次强有效率市场和强有效率市场，如图 14-1 所示。



图 14-1　弱有效率市场、次强有效率市场和强有效率市场信息之间的相互关系

1. 弱有效率市场

如果市场是弱式有效的，那么证券价格充分反映了所有来自证券市场的市场信息。这些市场信息包括历史上一系列交易价格和交易量，以及其他由市场产生的信息，如大宗交易等，从而投资者不可能通过对以往的价格进行分析而获得超额利润。弱式有效观点认为，当前市场价格完全反映了过去由市场产生的有关信息，这暗示过去的收益率或其他市场数据与未来的收益率不会存在任何关系。因而，所有的图表或技术分析都是无效的，利用这些方法不会赚取超额收益。

2. 次强有效率市场

次强有效率市场也称半强式有效市场，假定包括历史数据在内的所有公开信息都已反映在现时股票价格中，这些公开信息不但包括市场信息，还包括所有非市场信息，如盈利报告、年度报告、财务分析人员公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

布的盈利预测和公开发布的新闻、公告等。如果用这些信息来预测未来的证券价格，投资者也将不会得到超额收益，因为证券的现价已在这些信息的作用下得到充分的反映。在这样的市场中，只有那些利用内部消息者才能获得超常的投资回报。因此，在次强有效率市场上，投资者既不能依靠技术分析也不能依靠基本分析来获取超额收益。

3. 强有效率市场

强有效率市场假定，市场参与者具有非常强的消化吸收和预期能力，所有影响证券价格的公开信息和私人信息都在证券价格中得到反映。换句话说，证券价格除充分反映所有公开有用的信息外，也反映了尚未公开的或者原本属于保密的内幕信息。可见，按照强有效率市场假设，股票价格对信息的反应能力相当迅速，市场中每一种证券的价格都永远等于其投资价值。也就是说，每一种证券总是按它的公平价值出售，任何试图寻找被错误估值的证券的努力都是徒劳的，市场上不留任何可以获得非正常回报的买卖机会。所有的职业投资者甚至是内幕交易者对此都无能为力。显然，强有效率市场是一个极端假定。

三、有效市场理论对投资管理的启示

上述有效市场的划分对证券投资有着重要的实践意义，在不同的假设下投资者采用的投资策略应该是不同的。如果市场是弱式或次强式有效率的，投资者应该采取积极进取的态度，在证券选择和买卖时机上大下工夫，努力寻找那些价格偏离价值的证券从而可以获得超常收益。如果市场是强有效率的，投资者应该选择被动的态度，只求获得市场平均的收益水平。在强有效率的市场态度下，指数化投资是最主要的一种投资策略。

第二节 现代证券投资组合理论

为解决证券投资中收益与风险的关系，现代投资组合理论应运而生。这一理论提出一整套分散投资的方法，可使投资者将投资组合的风险减少到最小程度，并使投资者选出一个在一定收益水平下含有最小风险的最有效的投资组合。它的意义在于采用适当的方法选择多种证券作为投资对象，达到在保证预定收益的前提下使投资风险最小或在控制风险的前提下使投资收益最大化。为此，瑞典皇家科学院将 1990 年的诺

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贝尔经济学奖授予哈里·马柯维茨（Harry Markowitz）、威廉·夏普（William F. Sharp）和莫顿·米勒三位经济学家，以表彰他们在现代证券理论方面所取得的关键性的卓越贡献。

一、现代投资组合管理理论的形成与发展

（一）现代投资组合管理理论的形成

马柯维茨是现代证券投资理论（Modern Portfolio Theory，MPT）的创始人，他于1952年3月在《金融杂志》上发表了一篇题为《资产组合的选择》的论文，为现代证券理论的建立和发展奠定了基础。马柯维茨现代证券投资理论主要解释了投资者如何衡量不同的投资风险，如何合理组合自己的资金以取得最大收益，认为组合证券资产的投资风险与收益之间有一定特殊关系，投资风险分散有其规律性。马柯维茨考虑的问题是单期投资问题：投资者在某个时期（称为期初）用一笔资金购买一组证券并持有一段时间（称为持有期），在持有期结束时（称为期末），投资者出售他在期初购买的证券并将收入用于消费或再投资。马柯维茨在考虑这一问题时第一次对证券投资中的风险因素进行了正规阐述。他注意到一个典型的投资者不仅希望“收益高”，而且希望“收益尽可能确定”。这意味着投资者在寻求“预期收益最大化”的同时追求“收益的不确定性最小”，在期初进行决策时必然力求使这两个相互制约的目标达到某种平衡。马柯维茨分别用期望收益率和收益率的方差来衡量投资的预期收益水平和不确定性（风险），建立均值方差模型来阐述如何全盘考虑上述两个目标，从而进行决策。推导出的结果是，投资者应该通过同时购买多种证券而不是一种证券进行分散化投资。

（二）现代投资组合理论的发展

在投资者只关注“期望收益率”和“方差”的假设前提下，马柯维茨提供的方法是完全精确的。然而，这种方法涉及计算所有资产的协方差矩阵，面对上百种可选择资产，其计算量是相当可观的，当时即使是借助计算机也难以实现，更无法满足实际市场在时间上近乎苛刻的要求。这严重地阻碍了马柯维茨方法在实际中的应用。

1964年，马柯维茨的学生威廉·夏普根据马柯维茨的模型，建立了一个计算相对简化的模型——“单因素模型”。这一模型假设资产收益只与市场总体收益有关，使计算量大大降低，在此基础上发展出后来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的“多因素模型”，以图与实际有更精确的近似。这一简化形式使得投资组合理论应用于实际市场成为可能。特别是20世纪70年代计算机的发展和普及，以及软件的成套化和市场化，极大地促进了现代投资组合理论在实际中的应用。当今，在西方发达国家，因素模型已被广泛应用在同类资产内部不同的资产组合上，如投资组合中普通股之间的投资分配上，而最初的、更一般的马柯维茨模型则被广泛应用于不同类型的资产组合上，如债券、股票、风险资产和不动产等证券之间的投资分配上。

也是在20世纪60年代初期，金融经济学家们开始研究马柯维茨的模型是如何影响证券的估值的，这一研究导致了资本资产定价模型CAPM（Capital Asset Prices Model）的产生。夏普、林特（Lintner）和摩森（Mossin）三个人分别于1964年、1965年和1966年独立推导出著名的资本资产定价模型。这一模型阐述了在投资者都采用马柯维茨的理论进行投资管理的条件下，市场价格均衡状态的形成，把资产预期收益与预期风险之间的理论关系用一个简单而又合乎逻辑的线性方程式表示出来。在实践中，很多专家用它来估计资产收益，指导投资行为，确定投资策略。这一模型在金融领域盛行了十多年。然而，1976年，理查德·罗尔（Richard Roll）对这一模型提出了批评，因为这一模型永远无法用经验事实来检验。这使讨论发展到了一个新的阶段。一方面，其他资产定价模型开始出现，其中以史蒂夫·罗斯（Steve Ross）提出的套利定价理论APT（Arbitrage Pricing Theory）最为著名，这一理论认为，只要任何一个投资者不能通过套利获得收益，那么期望收益率一定与风险相联系。这一理论需要较少的假定。罗尔和罗斯在1984年认为这一理论至少在原则上是可以检验的。套利定价理论发展至今，其地位已不低于CAPM。另一方面，人们通过释放传统CAPM的假设条件而发展了多种CAPM，以使其更接近现实。资产组合理论和资本资产定价模型的发展为科学评价职业货币经营者的业绩提供了依据。

二、资产组合理论

在构建投资组合时，投资者谋求的是在他们愿意接受的风险水平既定的条件下，使投资的预期收益最大化，或在预期收益一定的条件下使投资的风险最小，满足这一要求的投资组合被称为有效组合（Efficient

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Portfolios)。因为马柯维茨是投资组合理论的创立者，有效组合有时又叫做“马柯维茨有效组合”。

（一）有效边界

前面第十章我们已经学习了用期望收益率和方差或标准差来计量单个证券和证券组合的收益率与风险的方法。有效边界就是在以期望收益率为纵轴，以标准差为横轴的平面坐标系中，在各种风险水平上，期望值为最大点的轨迹。确定有效边界的前提是必须具有可行区域。所谓可行区域，是指在一系列条件约束下可能实现的投资组合。

1. 两个证券投资组合的可行区域与有效边界

一般情况下，两个证券构成的可行区域是平面区域中的一条曲线。如果两个均是风险证券则是曲线，其曲线的弯曲程度由它们的相关系数决定，随着两个风险证券间的相关系数由 1 变为-1，曲线向左变得愈来愈弯曲。

设由两项证券资产 A 和 B 构成投资组合，A 的期望收益率为 5%，标准差为 20%；B 的期望收益率为 15%，标准差为 40%；A 和 B 的相关系数为 ρ_{AB}，A、B 在组合中的比例分别为 w_A，w_B（$w_B=1-w_A$）。

以组合标准差为横轴，组合期望收益率为纵轴画图（如图 14-2），当我们给定不同的投资比例 w_A、w_B 和不同的相关关系 ρ_{AB}，可以得到不同的资产组合集合。

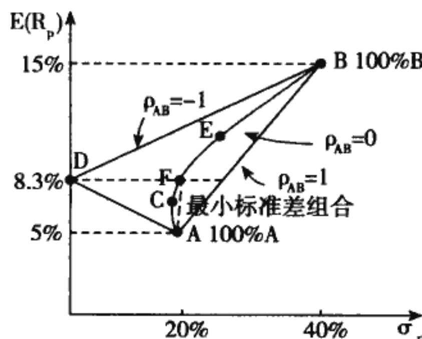


图 14-2 二元投资组合的有效组合和有效边界

设 $\rho_{AB}=0$，当赋予 w_A、w_B 不同值时，不同组合的期望收益率与标准差连接成一条曲线 ACFEB，这条曲线就是 $\rho_{AB}=0$ 时所有由 A、B 构

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成的资产组合的可行区域集合。在这一集合中，C 点所代表的是最小方差（标准差）组合（该点 $w_A=4/5$，$w_B=1/5$，$E(R_p)=7\%$，$\sigma_P=17.9\%$）。

尽管投资者可以在曲线 ACEB 上任意选择投资组合，但因为对应线段 AC 上的每一组合如点 A，线段 CEB 上都有相应的一个组合（如点 F），其风险程度（标准差）与 AC 段上的对应组合相同，但期望收益率更高。根据风险回避型投资者追求效用最大化的假设，投资者只会在线段 CEB 上选择其所需要的资产组合。线段 CEB（即最小标准差组合与资产 B 之间的全部组合）即为全部资产组合的有效边界，又称有效率资产组合。

设 $\rho_{AB}=1$，A 与 B 完全正相关，A、B 构成的资产组合集合为直线 AB，效率边界也为直线 AB。

设 $\rho_{AB}=-1$，A 与 B 完全负相关，A、B 构成的资产组合集合为折线 ADB，D 为最小标准差组合，直线 DB 为效率边界。

2. 多个投资组合的可行区域与有效边界

将每个证券的期望收益、标准差以及由单个证券所能构成的全部组合的期望收益、标准差画在以标准差为横轴、以期望收益为纵轴的坐标中，就会生成证券资产组合集合，其基本形状如图 14-3 所示。

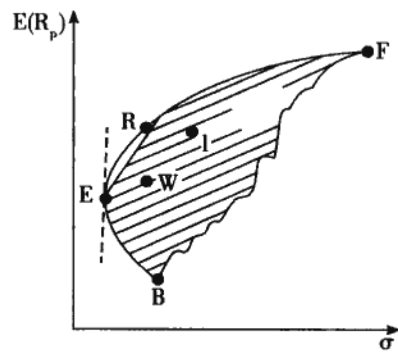


图 14-3 多元投资组合的有效组合和有效边界

从图 14-3 中可以看出，多个证券构成的可行区域集是标准差—期望收益率坐标系中的一个弹头型平面区域。在不允许卖空的情况下，组

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合中每一证券的投资比例系数均为正，因此所形成的可行区域是闭合区域。

根据偏好收益、厌恶风险假设，我们可将可行区域的范围缩小，具体分析如下：

在可行区域 BERF 内，包括了全部单个证券与全部组合的风险与收益的坐标点。集合左边界 BERF 一段为最小方差边界，即在相同期望收益的条件下，由投资风险（方差或标准差）最低的资产（证券）组合所组成的曲线。

BF 线段的下半部即 BE 段为无效率边界。因为在这一段，期望收益越高，风险越低，投资者只会选择这一段的最高点，因为在最高点 E 上，资产组合的期望收益最高，而风险却是最低的。

BF 线段的上半部即 ERF 段为有效率边界，它包括全部有效资产组合。有效资产组合的定义为：在相同风险情况下期望收益最大的组合，或者在相同期望收益的情况下风险最低的组合。

因此，依据偏好收益投资者将范围缩小到上边界，依据厌恶风险投资者将范围缩小到左边界，可行区域的左上边界即是有效边界。只有有效边界上的点（代表一个投资组合）所代表的投资组合才是有效组合。效率边界是凹性的即凸向纵轴。

（二）最优投资组合的选择

给定若干有效组合供投资者选择，投资者最乐意选择的投资组合即能达到效用最大化的投资组合即为最优组合（Optimal Portfolio）。

由于每个投资者的偏好不同，因此需要根据投资者的个人偏好与无差异曲线进行选择。

对于风险回避的投资者而言，其效用的无差异曲线是凸性的（即向纵轴的相反方向凸出，在第十章已经讲述），能给投资者带来最大效用的就是最左上方的无差异曲线，而前面已经论证了效率边界是凹性的（即凸向纵轴）。因此能够与最左上方无差异曲线相切的有效率边界的点，一定是给投资者带来最大效用的组合，即风险回避者的最佳组合一定位于效率边界上，且由于有效边界的特性与无差异曲线的特性，决定了它们之间的切点只有一个 O，如图 14-4 所示。

在图 14-4 中，无差异曲线 I_2 优于 I_3。投资者为获得 I_3 的效用，他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

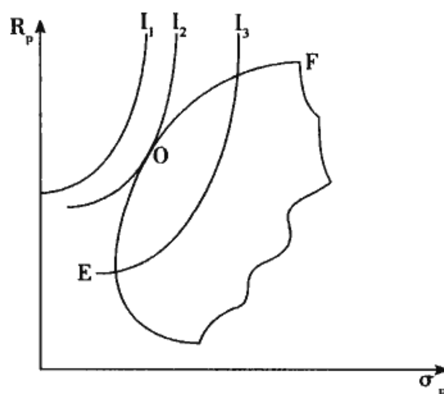


图 14-4 最优资产组合的选择

可以有多种投资选择，但 I_2 投资给投资者带来的效用比 I_3 投资高。I_2 与效率边界相切于 O 点，O 组合就成为给投资者带来最大效用的投资组合。

（三）资产组合中资产数量与资产组合风险的关系

法玛在他 1976 年出版的名为“Foundations of Finance”的书中，对资产组合风险与资产组合中证券数量的关系作了实证研究。他首先计算了 50 种从纽约股票交易所随意选出的股票从 1963 年 7 月至 1968 年 6 月间月收益率的标准差，然后逐一计算 1～50 种资产的资产组合的标准差。他先选了一种标准差为 11% 的股票，然后又随机选了另一种加进去，权数相同的这两种股票组合的结果使资产组合的标准差降到了 7.2%。依此类推，一种一种地增加股票，分别计算出各种组合的标准差。结果，法玛发现，在最初几种股票被加入资产组合时，对标准差的降低作用非常大，股票从 4 种增加到 5 种时，标准差的降幅最大，当股票数增加到 20 种时，再增加证券，对资产组合标准差的降低作用就不大了。当股票数从 30 种增加到 34 种时，出现风险边际下降情况，这是因为进一步增加资产数量只能加大交易费用和管理的困难。因此，资产组合理论认为，要想有效地降低风险，至少要有 10 种左右的资产，15 种证券是比较好的数量，关于资产数量与资产组合风险程度的关系，如图 14-5 所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

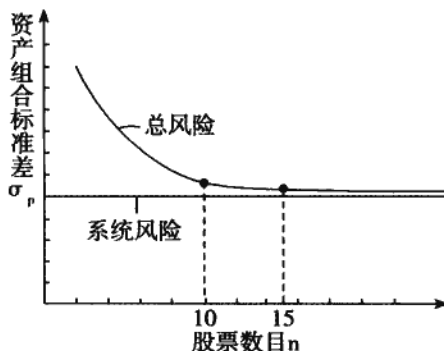


图 14-5 资产数量与资产组合风险程度的关系

第三节 资本资产定价模型

在前一节中，研究问题的出发点是投资者应该怎样选择适合自己偏好的最优证券组合。在本节中，研究问题的出发点则是，如果投资者都按照上一节介绍的方法去选择投资组合的话，这种集体行为会对证券价格产生什么样的影响，从而建立了揭示市场均衡状态下证券收益与风险关系经济本质的资本资产定价模型。

一、假设条件

因为资本资产定价模型理论是建立在马柯维茨的证券组合理论基础上的，所以资本资产定价模型中包含了证券组合模型的假设。除此之外，它自己还补充了以下三个假设。

假设 1：所有的投资者都依据期望收益率评价证券组合的收益水平，依据方差（或标准差）评价证券组合的风险水平，并采用上一节介绍的方法选择最优证券组合。

假设 2：所有的投资者对证券的期望收益率、标准差及证券间的相关性具有完全相同的预期。

假设 3：证券市场是完美无缺的，没有摩擦。所谓摩擦是指对整个市场上的资本和信息的自由流通的阻碍。该假设意味着不考虑交易成本及对红利、股息和资本收益的征税，并且假定信息向市场中的每个人自由流动，在借贷和卖空上没有限制及市场上只有一个无风险利率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在上述假设中，第一项和第二项假设是对投资者的规范，第三项假设是对现实市场的简化，即市场是效率市场，市场价格是均衡价格，且存在一种无风险资产，任何投资者都可以不受限制地以无风险利率进行借入和借出。

这些假设使 CAPM 得以清楚地反映在资本市场均衡状态下资产收益与风险之间的关系。

二、资本市场线

在前面已经阐述了马柯维茨模型，该模型的假设条件之一就是全部证券都存在风险（主要是股票）。CAPM 模型假设还存在一种无风险资产，这样，投资者不仅可以投资于风险资产，还可以加上无风险资产的借与贷，达到进一步分散投资，建立个人对风险和收益不同偏好的投资组合。资本市场线就是让投资者得到一种确定无风险证券和有风险证券有效组合的方法。

（一）无风险借贷对有效边界的影响

假定证券可以自由地按一定的利率借入或借出。当无风险证券 f 与风险证券 i 进行组合时，组合的期望收益率为：

$$E(r_p) = W_f E(r_f) + W_i E(r_i) = W_f E(r_f) + (1-W_f) E(r_i) \quad (14.1)$$

组合的标准差为：

$$\sigma_p^2 = w_f^2 \sigma_f^2 + 2 w_f w_i cov_{fi} + w_i^2 \sigma_i^2 \quad (14.2)$$

由于 CAPM 模型假定投资期为一期，因而无风险资产意味着它的收益是确定的，由于不存在预期收益的变动，因此它的标准差为零。一般以到期日与投资者的投资期相等的国债代表无风险资产，如美国联邦政府发行的短期国库券。由于无风险证券的回报率是确定的，与任何风险证券的收益率无关，因此无风险资产收益率与风险资产收益率之间的协方差也等于零，它们之间的相关系数为零。因此，组合的标准差可以简化为：

$$\sigma_p = w_i \sigma_i = (1-w_f)\sigma_i$$

$$w_f = 1 - \frac{\sigma_p}{\sigma_i}$$

根据（14.1）、（14.2）公式整理得：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

$$E(r_p) = R_f + \left(\frac{R_i - R_f}{\sigma_i}\right)\sigma_p$$

从公式可以看出收益和风险之间呈线性关系。说明由无风险证券与有风险证券构成的全部组合都处在连接无风险证券与有风险证券两点的直线上。无风险证券与有风险证券进行组合的线性关系可以用图 14-6 来表示。

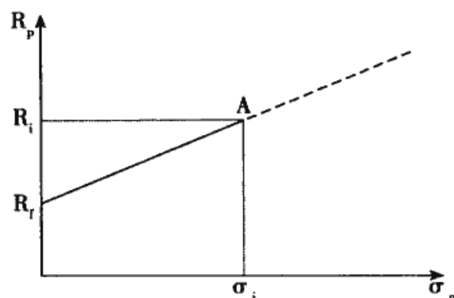


图 14-6 无风险证券与风险证券进行组合的线性关系

由于可以将一个投资组合看做一个单个资产，因此，前面的分析结论也可以适用于将无风险资产与一个风险资产组合组成的投资组合，即无风险资产与风险资产组合形成的任何组合的预期收益率和标准差都将落在连接它们的直线上。

引入无风险资产后，马柯维茨模型的可行区域发生了变化，由于可行区域发生了变化，因此有效边界也随之发生了变化。新的效率边界变成了一条直线，即由无风险证券 R_f 出发并与原马柯维茨模型的风险证券组合的有效边界相切的射线 R_fMT，便是在现有假设条件下所有无风险资产与风险资产组合的有效边界（见图 14-7）。R_fMT 这条直线就成了资本市场线（Capital Market Line，CML），资本市场线上的点代表无风险资产和市场证券组合的有效组合。

在这条直线上的点，代表此时所有的有效组合都是由不同投资比例的无风险证券与切点 T 点风险组合而成的新组合。

这是因为，任何一条经过无风险利率点的射线，只要斜率低于那个切线的斜率，就不能带来最佳的收益与风险的匹配，因为在给定风险时，那个切线所带来的收益是最高的，因此给投资者带来的效用也是最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

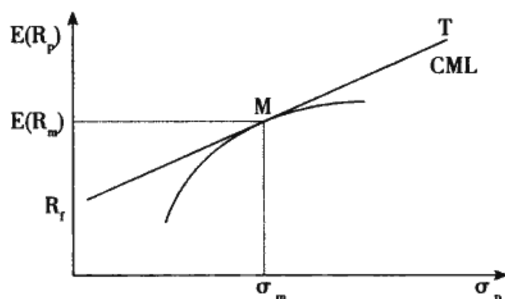


图 14-7 无风险资产与风险资产组合的有效边界

大的。任何经过无风险利率点，但斜率高于切线的射线都是不可能的，因为在这条射线上的点都超过了马柯维茨投资集的范围。

效率边界 R_fMT 的斜率是（R_m-R_f）/σ_m，该斜率表明单位总风险的市场价格。（R_m-R_f）代表风险溢价，即风险组合收益率超过无风险收益率部分。

切点 M 所代表的是市场组合，是有效组合中唯一一个不含无风险证券而仅由风险证券构成的组合。也就是说，市场上仅有两种资产，一种是无风险资产，另一种是风险资产，而风险资产就是市场组合 M。如果投资者遵从效率原则，那么，任何一个投资者所选择的风险资产都是市场组合。不管投资者的效用函数如何，只要他是风险回避者，他的投资组合中的风险资产就一定包括市场组合。

（二）市场分离定理与投资者选择

由于资本资产定价模型前两条假设是：

假设 1：所有的投资者都依据期望收益率评价证券组合的收益水平，依据方差（或标准差）评价证券组合的风险水平，并采用上一节介绍的方法选择最优证券组合。

假设 2：所有的投资者对证券的期望收益率、标准差及证券间的相关性具有完全相同的预期。

因此，所有投资者对风险资产的选择都是相同的，即每个投资者选择的风险资产都是同一个资产组合。这意味着引入无风险借贷后形成的线形有效边界对所有投资者都是相同的，这和个人投资偏好没有关系。那么，效用函数和效用无差异曲线有什么作用呢？效用函数将决定投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者在效率边界上的具体位置。也就是说，效用函数将决定投资者持有无风险资产与市场组合的份额是多少，资本资产定价模型中这一特征被称为分离定理（Separation Theorem）。

根据分离定理，确定投资者无差异曲线之前，我们就可以确定风险资产的最优组合，即投资者的投资决策分为两个阶段：

第一阶段是对风险资产的选择。在这一阶段内，投资者只需考虑每项资产期望收益、方差和相关系数，即只考虑风险资产本身的特性，而无须考虑自身的风险偏好。因此，不管投资者之间风险偏好差异多大，只要他们对风险资产的特性的判断相同，他们就将选择同样的风险资产组合。

第二阶段是最终资产组合的选择，投资者将选定的风险资产组合 M 与无风险资产相组合，构成一个新的效率边界。在新的效率边界上，最优组合的位置将由与有效边界相切的投资者无差异曲线决定。

（三）市场组合

根据分离定理，在每一个投资者的投资组合中，对风险资产组合的选择与投资者个人的风险偏好无关，风险组合部分仅仅是对 T 的投资。这样就得出了资本资产定价模型的另一个重要特征，即在市场均衡状态下，切点组合 T 中各证券构成比例等于该证券的市场价值占全部证券的市场价值的比例。也就是说，如果一种证券的市场价值为 10，而全部证券的市场价值为 100，那么在市场组合中该种证券所占比例就是 10%。习惯上，人们将切点组合称为市场组合，并用 M 代替 T 来表示。

所谓市场组合，是将证券市场上的所有种类证券按照它们各自在整个证券市场总额中所占的比重组成的证券组合。市场组合是每一个愿意承担风险的投资者所必须持有的唯一风险资产，是独立于投资者效用函数的最佳组合。市场组合的预期收益率是市场上所有证券的加权平均收益率。市场组合中各单项证券的非系统风险会相互抵消，剩下的是证券投资活动中无法避免的系统风险，因此，市场组合可以提供最大限度的资产多样化效应。

由于资本资产定价模型是市场组合与无风险借贷的组合，并以此构成有效组合，因此，市场组合在资本资产定价模型中具有核心作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（四）资本市场线方程

通过上面的讨论我们知道：在资本资产定价模型假设下，当市场达到均衡时，市场组合 M 成为一个有效组合；所有有效组合都可视为无风险证券 R_f 与市场组合 M 的再组合。在均值标准差平面上，所有有效组合刚好构成连接无风险资产 R_f 与市场组合 M 的射线 R_f 与 MT，这条射线被称为资本市场线（如图 14－7 所示）。资本市场线揭示了有效组合的收益和风险之间的均衡关系，这种均衡关系可以用资本市场线的方程来描述为：

$$E(R_p) = R_f + \frac{R_M - R_f}{\sigma_M} \cdot \sigma_p$$

式中：$E(R_p)$ 为有效组合 P 的期望收益率；σ_p 为有效组合 P 的标准差；R_M 为市场组合 M 的期望收益率；σ_M 为市场组合 M 的标准差；R_f 为无风险证券收益率。

资本市场线方程式对有效组合的期望收益率和风险之间的关系提供了十分完整的阐述。有效组合的期望收益率由两部分构成：一部分是无风险收益率 R_f，它是由时间创造的，是对投资者放弃即期消费的补偿；另一部分是风险溢价 $\frac{R_M - R_f}{\sigma_M} \cdot \sigma_p$，它与承担风险大小成正比，是对投资者承担风险 σ_p 的补偿。其中的系数即资本市场线方程式中第二项（斜率）代表了对单位风险的补偿，通常称之为单位风险的市场价格。

三、证券市场线

资本市场线只是揭示了有效组合的收益和风险的均衡关系，而没有给出任意证券或组合的收益风险关系。下面，我们首先建立任意单个证券的收益风险关系，之后将其推广到任意证券组合。

由资本市场线所反映的关系可以看出，在均衡状态下，市场对有效组合的风险（标准差）提供补偿。而有效组合的风险（标准差）由构成该有效组合的各单个成员证券（指风险证券）的风险共同合成，因而市场对有效组合的风险补偿可视为市场对各单个成员证券的风险补偿的总和，或者说市场对有效组合的风险补偿可以按一定的比例分配给各单个成员证券。当然，这种分配应按各单个成员证券对有效组合风险贡献的大小来分配。不难理解，实现这种分配就意味着在单个证券的收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风险之间建立了某种关系。

为实现这种分配，首先要知道各单个成员证券对有效组合风险的贡献大小。鉴于市场组合 M 也是有效组合，因此将市场组合 M 作为研究对象，分析 M 中各单个成员证券对市场组合风险的贡献大小，之后再按照贡献大小把市场组合的风险补偿分配到各单个成员证券。

为能够分辨各单个成员证券对市场组合风险贡献的大小，我们自然要对衡量市场组合风险水平的指数——方差 σ_M^2 进行考察。数学上容易证明，市场组合 M 的方差可分解为：

$$\sigma_M^2 = x_1\rho_{1M}\sigma_1\sigma_M + x_2\rho_{2M}\sigma_2\sigma_M + \cdots + x_n\rho_{nM}\sigma_n\sigma_M$$
$$= x_1\sigma_{1M} + x_2\sigma_{2M} + \cdots + x_n\sigma_{nM}$$

式中：x_i 为第 i 种成员证券在市场组合 M 中的投资比例；σ_{iM} 为第 i 种成员证券与市场组合 M 之间的协方差。

首先，把市场组合的方差改写成（14.2）分解的形式，就使我们能够清晰地从中分离出单个成员证券对市场组合风险的贡献大小。因为，分解式中的 $x_i\sigma_{iM}$ 可被视为投资比重为 x_i 的第 i 种成员证券对市场组合 M 的风险贡献大小的绝对度量，而 $\frac{x_i\sigma_{iM}}{\sigma_M^2}$ 被视为投资比重为 x_i 的第 i 种成员证券对市场组合 M 的风险贡献大小的相对度量。

其次，期望收益率“E（r_M）$-r_f$”可被视为市场对市场组合 M 的风险补偿，也即相当于对方差 σ_M^2 的补偿，于是分配给单位资金规模的证券 i 的补偿按其对 σ_M^2 做出的相对贡献应为：

$$\frac{x_i\sigma_{iM}}{\sigma_M^2}[E(r_M)-r_f]$$

最后，单位资金规模的证券 i 的补偿又等于“E（r_i）$-r_f$”，其中的 E（r_i）表示证券 i 的期望收益率。于是有：

$$E(r_i)-r_f=[E(r_m)-r_f]\frac{\sigma_{iM}}{\sigma_M^2}$$

令 $\beta_i=\frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2}$，则上述方程可改写为：

$$E(r_i)=r_f+[E(r_m)-r_f]\beta_i$$

这就是资本资产定价模型。由此模型可知：单个证券 i 的期望收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率与其对市场组合方差的贡献率 $\beta_i=\frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2}$ 之间存在着线性关系，而不像有效组合那样与标准差（总风险）有线性关系。因而从定价角度考虑，单个证券的风险用 β_i 来测定更为合理。β_i 表示某一证券的收益率对市场收益率的敏感性和反映程度，用于测量某一证券风险相对于市场风险的比率。

可见，无论单个证券还是证券组合，均可将其 β 系数作为风险的合理测定，其期望收益与由 β 系数测定的系统风险之间存在线性关系。这个关系在以 $E(r_p)$ 为纵坐标、β_p 为横坐标的坐标系中代表一条直线，这条直线被称为证券市场线。图 14-8 给出的就是证券市场线或资本资产定价模型的图形。

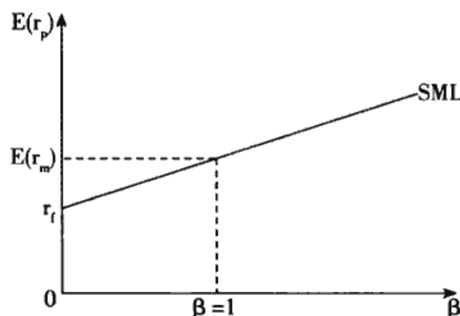


图 14-8 证券市场线

证券市场线方程对任意证券或组合的期望收益率和风险之间的关系提供了十分完整的阐述。

首先，从 CAPM 可以看出，任意证券或组合的期望收益率由两部分构成，一部分是无风险利率 r_f，它是由时间创造的，是对放弃即期消费的补偿；另一部分则是 $[E(r_m)-r_f]\beta_p$，是对承担风险的补偿，通常称为风险溢价，它与承担的风险 β_p 的大小成正比，其中的 $[E(r_m)-r_f]$ 代表了对单位风险的补偿，通常称之为风险的价格。

其次，从 CAPM 可以看出，任意证券或组合的总风险也由两部分构成：一部分是因为市场组合 M 收益变动而使资产 i 收益发生的变动，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即 β 系数值，这是系统风险；另一部分，即剩余风险，被称为非系统风险。因为非系统风险是可以通过多元化投资分散掉的，所以当投资者持有市场组合时，就可以说是没有非系统风险。

因此，单个资产的价格只与该资产的系统风险的大小有关，而与其非系统风险的大小无关。

β 系数在 CAPM 中成为衡量证券承担系统风险或市场风险的一个标准，用来反映证券或组合的收益水平对市场平均收益水平变化的灵敏度。一般来说，β 系数的绝对值越大，表明证券承担的系统风险越大，β 系数的绝对值越小，表明证券承担的系统风险越小。如果一只股票的 β 系数大于 1，则这只股票被称为进取型股票，因为该股票收益率的变化大于市场组合收益率的变化；如果一只股票的 β 系数小于 1，则这种股票被称为防守型股票，因为该股票的收益率变化小于市场组合收益率的变化。

资本市场线与证券市场线是资本资产定价模型中两个重要结论，二者存在着内在的关系：

第一，资本市场线表示的是无风险资产与有效率风险资产再组合后的有效资产组合期望收益与总风险（σ_p）之间的关系，因此在资本市场线上的点就是有效组合；而证券市场线表明的是任何一种单个资产或组合的期望收益与其系统风险（β）之间的关系，因此在证券市场线上的点不一定在资本市场线上。

第二，证券市场线既然表明的是单个资产或组合的期望收益与其市场风险或系统风险之间的关系，因此在均衡情况下，所有证券都将落在证券市场线上。

第三，资本市场线实际上是证券市场线的一个特例，当一个证券或一个证券组合是有效率的时候，该证券或证券组合与市场组合的相关系数等于 1，此时证券市场线与资本市场线就是相同的。

第四节　证券投资组合管理的策略与操作

一、证券投资组合管理策略

证券投资组合管理的策略是为了实现投资管理的目标而制定的投资谋略或方案。按照在充分估计风险承受力基础上对投资收益偏好是本期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益还是资本利得（资本增长）的标准划分，证券投资组合管理策略的基本类型有三种：收入型策略、增长型策略、收入—增长混合型策略。

1. 收入型策略。收入型策略应强调本金安全和当时收入。根据这一要求，收入型证券组合所选择的证券注重具有较高本期收益率、安全性较好且有一定增长潜力的证券。

为了兼顾本期收入的最大化、稳定性和规则性，建立收入型组合时常常将防守型证券（债券）和进取型证券（股票）按一定构成比例融合起来，这样可以照顾到风险和收益的平衡。

2. 增长型策略。增长型证券组合管理策略的基本目标是使投资组合的将来价值尽量增大。它强调的是投资资金的增长或资本利得，而较少地考虑经常性收入。在各种证券中，普通股票最适合体现增长型组合的目标，可以作为主要的选择对象。同时，要适当选择组合的证券数目。

选择服从增长目标要求的证券的标准是：①具有较大的盈利或股息增长的潜力；②盈利增长率很稳定；③发放股息水平较低；④预期收益率较高；⑤预期收益的变动（风险）较低等。

3. 收入—增长混合型策略。收入—增长混合型证券组合管理策略是一种介于收入型和增长型之间的投资管理策略。

这种策略既强调本期收入，又希望资本增长，因此需要在收入和增长之间进行权衡。这样，混合型证券投资对象的选择可以采取灵活兼顾的策略，既可以是收入型证券与增长型证券的综合，也可以是兼有收入和增长潜力的证券。

二、证券投资组合管理操作

一旦选择了若干证券进行投资购买，构造成一个证券组合以后，必须经常监视其效益如何，是否能较好地体现投资目标的要求。

如果发现某些证券或整个组合不能很好地满足管理目标的要求，就应及时进行必要的调整。

证券投资组合的管理操作就是实施既定的证券投资组合策略和实现该策略的基本目标的具体过程。

证券组合构建的基本流程见图 14-9。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

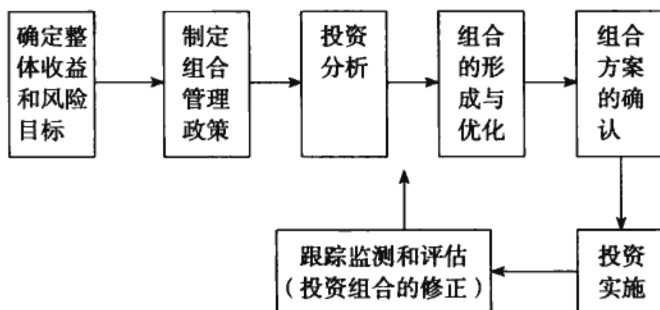


图 14-9 证券组合构建的基本流程

第五节 投资组合管理业绩评价

对投资组合管理进行科学合理的考核评估是证券投资管理过程中的重要一环，它不仅是投资管理过程结束后的总体评价，也存在于整个投资管理过程之中。其目的是评价投资计划在多大程度上实现了原定的投资目标。

习惯上，评价组合管理业绩的标准往往采用直接计算期间投资收益率，然后再与市场平均收益率比较，或进行同行间的横向比较方法。这是一个非常简单的方法，仅是比较不同组合之间收益水平的高低，收益水平越高的组合越是优秀的组合。然而，我们知道收益水平较高不仅仅与管理者的技能有关，还可能与当时市场整体向上运行的环境有关，原因是期间收益可能来源于三个方面：①管理收益，即由管理者的投资能力带来的收益，属于主动收益；②市场收益，即市场整体上涨带来的收益，属于被动收益；③风险收益，即管理人冒险带来的收益。

我们通过前面的学习知道，仅仅考虑投资收益率的方法不是一个恰当的绩效测评方法，还应结合考虑风险大小，因为风险和收益率之间有一定的关系，进行投资组合的目的是追求在风险相等的条件下收益水平最高或预期收益相同的条件下风险最小。因此，对投资组合的业绩评估除了要衡量其盈利水平以外，还必须与其所承担的风险大小相联系，应本着“既要考虑组合收益的高低，也要考虑组合所承担风险的大小”的基本原则，采用风险调整后的绩效测评法，即去掉由风

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

险带来的收益后，再与市场绩效比较，或进行同行间的横向比较。而资本资产定价模型为组合业绩评估者提供了实现这一基本原则的多种途径。比如，可以考察组合已实现的收益水平是否高于与其所承担的风险水平相匹配的收益水平，也可以考察组合承受单位风险所获得的收益水平之高低。

本节主要介绍基于风险调整的思想而建立的专门用于评价证券投资组合优劣的风险调整指标。

一、夏普业绩指数

夏普（Sharpe）业绩指数是 1966 年由夏普提出的，它以资本市场线为基准，计算每承担一个单位的总风险所获得的风险补偿额的大小，其计算公式为：

$$s_p = \frac{r_p - r_f}{\sigma_p}$$

式中：s_p 为 Sharpe 指数；r_p 为证券组合 P 的实际平均收益率。

在图形上，一个证券的夏普指数是连接证券组合与无风险资产的直线的斜率，如图 14-10 所示。

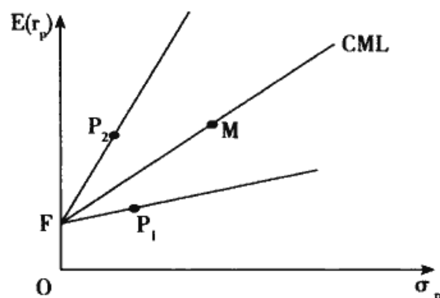


图 14-10 夏普业绩指数

将投资组合与市场组合的夏普指数比较来衡量组合投资的业绩，一个高的夏普指数（图 14-10 中 P_2）表明该管理者比市场经营得好，而一个低的夏普指数（图 14-10 中 P_1）表明该管理者经营的比市场差。前者的组合位于资本市场线上方，后者的组合则位于资本市场线下方。位于资本市场线上的组合的夏普指数与市场组合的夏普指数均相等，表明管理具有中等绩效。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、特雷诺业绩指数

特雷诺（Treynor）业绩指数是1965年由特雷诺提出的，他想创建一个适用于所有投资者，不论其风险偏好如何的业绩衡量尺度。他假定风险由两部分组成：一是由于整个市场波动而产生的风险；二是由于组合中单个证券的波动而产生的风险。他基于证券市场线基础上侧重考核因承担系统风险而得到的收益，指出证券市场线的斜率可以衡量一个投资组合的收益相对整个市场收益的波动性，这一斜率是该投资组合的β系数。他指出，理性的风险规避型的投资者总是倾向于那些具有较大斜率的投资组合可行线，原因是具有较高斜率的可行线能使投资者位于效用较高的无差异曲线上。这种投资组合可行线的斜率用 Treynor 的第一个字母 T 来表示，其公式为：

$$T_p = \frac{r_p - r_f}{\beta_p}$$

式中：T_p 为 Treynor 指数；r_p 为证券组合 P 的实际平均水平。

在图形上，一个证券组合的特雷诺指数是连接证券组合与无风险证券的直线的斜率，如图 14-11 所示。

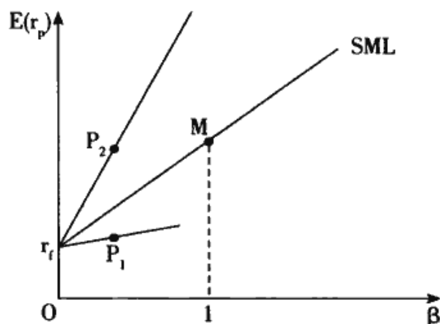


图 14-11 特雷诺业绩评估指数

当这一斜率大于证券市场线的斜率（$T_p>T_m$）时（如图 14-11 中 P_2），投资组合位于证券市场线上方，表明该投资组合具有优秀的风险调整业绩，即投资组合的绩效好于市场绩效；相反，斜率小于证券市场线的斜率（$T_p<T_m$）时（如图 14-11 中 P_1），投资组合位于证券市场线下方，表明该投资组合的绩效不如市场绩效。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Treynor 业绩评估指数衡量尺度与 Sharpe 业绩评估指数有明显相似之处，因为等式中的分子为投资组合的风险溢价，所以该衡量尺度也反映每单位的风险溢价收益，不同之处在于分子不同，Sharpe 业绩评估指数衡量尺度采用收益标准差作为风险衡量标准，而 Treynor 业绩衡量尺度所采用的却是 β 值（系统风险），这样，Sharpe 业绩评估指数衡量尺度是从收益和风险水平两方面来评价投资组合的业绩。

对于一个完全分散的投资组合来说（即不存在非系统风险），两种衡量尺度对投资组合评价的结果是相同的，因为完全分散的投资组合的总方差就是它的系统方差。另外，一个分散水平很低的投资组合的业绩，采用 Treynor 的衡量尺度评价时会很高，而采用 Sharpe 衡量尺度评价则会很低。这两种测量尺度评价结果的差别是由分散水平不同而直接造成的。

这样，这两种业绩衡量尺度提供了关于业绩的相互补充但却不同的信息，所以应同时使用这两种衡量尺度。如果评价的是一组分散水平很高的投资组合，这两种衡量尺度评价的结果是一致的。

Treynor 和 Sharpe 衡量尺度的缺点是它们对投资组合业绩的评价是一个相对结果，而不是一个绝对的结果。我们不能确定的是，这种差别在统计上的显著性如何。

三、詹森业绩指数

詹森（Jensen）业绩指数是 1969 年由詹森提出的，它以证券市场线为基准，指数值实际上就是证券组合的实际平均收益率与由证券市场线所给出的该证券组合的期望收益率之间的差。其公式为：

$$J_P = r_P - [r_F + (r_M - r_F)\beta_P]$$

式中：j_p 为 Jensen 指数；r_p 为证券组合 P 的实际平均收益率。

可见，詹森指数就是证券组合所获得的高于市场的那部分风险溢价，风险由 β 系数测定。

在图形上，詹森指数值代表证券组合与证券市场线之间的垂直落差，詹森业绩指数如图 14-12 所示。

从图 14-12 中可以看出，如果证券组合的詹森指数为正，则其位于证券市场线的上方（如 P_2），落差大于 0，表明业绩较好；如果组合的詹森指数为负（如 P_1），则其位于证券市场线的下方，落差小于 0，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

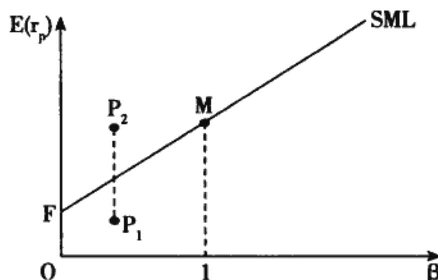


图 14-12 詹森业绩指数

表明绩效不好。

四、业绩评估应注意的问题

使用特雷诺指数、夏普指数以及詹森指数评价组合业绩固然有其合理性，但也不能忽视这些评价方法的不足。这种不足主要表现在三个方面：

其一，三类指数均以资本资产定价模型为基础，后者隐含与现实环境相差较大的理论假设。这可能导致评价结果失真。

其二，三类指数中都含有用于测度风险的指标，而计算这些风险指标有赖于样本的选择。这可能导致基于不同的样本选择所得到的评估结果不同，也不具有可比性。

其三，三类指数的计算均与市场组合发生直接或间接关系，而现实中用于替代市场组合的证券价格指数具有多样性。这同样会导致基于不同市场指数所得到的评估结果不同，也不具有可比性。

正因为如此，实际应用中应当注意评估指数在理论假设方面存在的局限性、在组合风险估值和市场指数选择方面的多样性，并多做一些研究，在实践中不断摸索，以获得更为科学的评价结果。

本章基本概念

有效市场　证券投资组合理论　可行区域　有效边界　资本市场线　证券市场线　詹森业绩指数　特雷诺业绩指数　夏普业绩指数

复习思考题

1. 有效市场给我们带来什么启示?
2. 效率市场如何分类?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 什么是组合投资？构建组合投资有何意义？
4. 马柯维茨均值方差模型的前提假设条件是什么？
5. 使用马柯维茨均值方差模型进行投资分析的基本步骤如何？
6. 资本资产定价模型的基本假设以及它的最终结论是什么？
7. 绩效评估的基本方法有哪些？试比较这些方法的异同。

学习资料推荐

首先，你可以登录各家基金公司网站了解更多基金资产组合投资情况，如华夏大盘精选混合基金（000011）资产组合投资：http：//www. chinaamc. com/fund/000011/index. shtml；

其次，你可以登录晨星网了解对基金资产组合投资业绩的评价方法：http：//cn. morningstar. com/main/default. aspx。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



市场管理篇

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十五章

证券市场法规制度与监管



中外证券市场发展历史上的风风雨雨，告诫我们证券市场的发展对国民经济具有双刃剑的作用，也从另一个侧面证明了加强证券市场监管的必要性。本章通过典型案例阐述了证券监管的意义及市场诚信建设的重要性，重点介绍西方各国证券监管法律体系的模式及特点，阐述证券市场监管要素及中国证券业从业人员的资格管理规定。

第一节　证券监管的目的

尽管证券市场引领着人类经济的一次次进步，但是，证券市场毕竟是一个利益的角斗场，方方面面的市场参与者在这里追逐着各自的利益。于是，谁来捍卫竞争中的公平，用怎样的手段遏制逐利者可能使用的欺诈行为，这也是股票市场发展历程中一个永无休止的话题。

【实例 1】法国的密西西比公司事件

17 世纪初期，有一苏格兰人名叫 John Law，他在本国杀了人，1713 年逃往法国巴黎居住。此人善于交际、精于赌博，在上流社会很吃得开。1715 年法国国王路易十四去世，新王年幼，由叔父奥尔良大公摄政。那时法国兵祸连年，政府负债累累，国民经济百业不景，经济濒临崩溃。John Law 虽是赌徒和冒险家，但却颇有些经济头脑，于是他向摄政的奥尔良大公建议，成立国家银行，发行纸币代替金银为通货，从而加大了信用膨胀，带来了工商企业的复兴，一时很见功效，为此备受奥尔良大公的器重。借此机会，他组织创立了“密西西比公司”，独占了法国对美洲大陆密西西比河流域的开发权利。公司成立时发行了 1

本章建议阅读资料：

1. 中国证券业协会．证券业从业资格考试统编教材——证券市场基础知识［M］．北京：中国财政经济出版社，2012.
2. 张光平．巴林银行倒闭与金融衍生工具［M］．上海：上海人民出版社，2003.
3. 邢天才，王玉霞．证券投资学［M］．大连：东北财经大学出版社，2007.
4. 凌华薇，王烁．银广夏陷阱［J］．财经．2001（8）．

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

亿法郎的股票，每股500法郎。由于这笔钱事先已有盟约，计划要转借给法国政府使用，所以，公司每年只能使用政府支付的借款利息。但是，为了提高公众的认股兴趣，他们尽其所能宣传这块处女地的富庶。但是到了1719年，该公司的股票下跌到300法郎一股，这时他们要了一个花招，宣布6个月后公司将用500法郎一股把市上的股票买回，接着公司又从政府那里得到许多经营特权，于是该公司的股票价格开始大肆上涨。趁此时机，公司又将15亿法郎借给政府用以还清国债，这样一来，一方面使公司声誉大增，另一方面公众得知政府的债务能清还，可以有钱来买股票，于是公司的股票价格又一次暴涨，最高时竟达到18 000法郎一股。当时股票交易在一条小巷进行，沿街生意利市百倍，连街上的补鞋匠都发了财，据说每天从欧洲其他国家来这里参加交易的人竟有30多万。有一个脚夫经主人吩咐以8 000法郎一股买入250股，但到手不久就被人以10 000法郎一股购去，转手之间就赚了50万。有许多人来这里大肆从事股票投机，不久就成了百万富翁。据说“百万富翁”一词就是从那时开始使用的。但是好景不长，由于通货膨胀，物价大涨，不久大家就争着脱手股票换取现金购买实物，结果股价一落千丈，投资人蒙受了巨大的经济损失，连整个国家经济也濒临崩溃了。

【实例2】英国南海公司事件

1711年英国的一群商人与许多贵族组建了“南海公司”（SOUTH SEA COMPANY），所谓南海就是现在的拉丁美洲，目的是为了向南美洲进行贸易扩张。该公司获得了南美贸易的专利，进行垄断经营。然而，公司成立之后的8年间，除了无休止地向南美洲贩运黑奴之外，几乎没干过一件能够盈利的事。

到了1718年，皇家的气派依然豪华，但在这雍容华贵的背后，英国的国家债务总额已经累积到了3 100万英镑。1720年，该公司向国会建议由他们负责承担国债，以换取若干特权。根据他们的建议，凡是持有国债者可直接换取南海公司的股票。由于国会议员大多数都得到了该公司的贿赂，因此他们的建议很容易就在国会中通过了。

在政府的默许下，公司管理层为南海公司编造了一个又一个美妙的故事，说在这个地区公司发现了什么金矿、银矿、香料，如何赚钱。没有人知道南海公司到底在做什么，只知道这家公司能够赚大钱，是很好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的投资对象。当时弥漫着一种狂热的气氛，人们争先恐后购买股票，许多像牛顿这样正直的科学家也购买了南海公司的股票。失去理性的狂热大众，使南海公司的股价迅速飙升。据历史记载，该公司的股票从1720年3月到9月短短半年的时间里，价格一举从每股330英镑涨到了1 050英镑。而当时的政府成员，他们也许可以被称为最早的内幕交易者，在股价越涨越高的时候，卖掉了所持的股票。消息走漏后，立即引起股价暴跌，引发了南海泡沫的破灭。到12月份每股已经跌到125英镑，使数以千计的中小投资者损失惨重。南海公司事件除了它本身给公众及社会造成极大危害外，它的波及性影响给社会造成的危害更大。

内幕人士与政府官员的大举抛售，引发了南海泡沫的破灭。当时英国的财政部长在南海公司的内幕交易中，为自己赚取了90万英镑的巨额利润。丑闻败露之后，他被关进了著名的英国皇家监狱——伦敦塔。但是，比他更悲惨的却是那些不知情的投资人，如科学家牛顿，他在南海泡沫中的损失超过了2万英镑，事后，他不无伤感地写道，我可以准确地计算出天体的运动规律，但我却无法计算出股票市场的变化趋势。然而，比牛顿损失更大的则是英国的经济，南海泡沫的破灭让神圣的政府信用也随之破灭了，英国没人再敢问津股票。从那以后，整整100年间，英国没有发行过一张股票，从而为发达的英国股市历史留下一段耐人寻味的空白。

【实例3】美国1929年证券市场大动荡

美国由于第一次世界大战后经济的繁荣，股价从1924年后就逐步上升，到1927年涨势加剧，证券信用放款超过35亿美元，1928年上半年证券市场的投机越发厉害。由于一小群投机者的诱导，汽车及收音机的股价大升，投机气氛感染全国。到1929年夏天，股票投机愈演愈烈，股价与现实完全脱节；当时以信用方式购买证券的人就有百万人之多，信用放款利息高达12%~15%，总额达70亿美元，银行、公司及外国资金纷纷流入华尔街，到9月，股票价格进入最高峰。但跨入10月股票价格开始下跌，不久就呈现出一发不可收拾的情景，整个美国证券市场马上进入一场大恐慌、大动荡，伴随股市的大暴跌，美国经济也随之陷入了困境。据说当时纽约街头每天排队领面包的人竟有一两千人，投资人的损失难以计算。据统计，1920—1933年间发行的证券有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

500多亿元，到1933年有一半变成了一文不值的废纸。1929年9月1日纽约证券交易所上市证券总值890亿元，两年半以后只值150亿元。此次股市大暴跌，引发了资本主义世界最严重的一次经济危机。当时千百家企业、银行破产倒闭，成千上万的失业者沦落街头，无数家庭为无隔夜粮而愁苦。那惨痛的一幕直到今日仍在人们心中留着可怕的阴影。

【实例4】美国华尔街“黑色星期一”风暴

历史将永远记下这个令人心惊胆战的日子：1987年10月19日，星期一。这的确不是平常的一天，上午9点，位于华尔街11号的美国纽约证券交易所开市了，营业大厅里万头攒动、荧屏闪烁。突然间就像平静的海面上旋起了一阵龙卷风，股票价格发生了大幅度的跌落，一时间如同发了疯的股民们竞相抛售。大厅里人们几乎用同一个声音在吼叫：抛出！抛出！开盘仅3个小时后，道·琼斯工业股票价格指数就下跌了508.32点，下跌幅度为22.62%，成为第一次世界大战以来美国股票市场上最大一次下跌，远远超过了1929年10月28日那一天12.8%的跌幅。顷刻间，华尔街一片混乱，纸片飞扬，喊声震天，成千上万的股民目瞪口呆。22.62%的跌幅意味着持股者手中的股票一天之内就贬值两成多，即大众的5 000亿元资产瞬间随风而去，相当于美国全年国民总产值的1/8。

纽约上空这阵股市龙卷风不仅立即影响到芝加哥等美国其他城市的证券市场，而且很快就掀起了全球性的大风暴。首先被牵动起来的是与纽约仅有5小时时差的英国伦敦股市。金融时报100种股票价格指数当天就下跌10.8%，损失450亿英镑，次日跌势有增无减，又损失了500多亿英镑。随后，太平洋西岸的东京股票市场也狂风骤起，225种日经股票平均指数继19日下跌4%以后，20日出现了历史性大暴跌，一天之内净跌3 836.48点，收盘时降至21 910.8点，跌幅达14.9%，资产价值损失约4 000多亿美元，创历史最高纪录。紧接着香港股市一天内恒生指数陡降420.81点，跌幅达11%，也创历史最高纪录。除了这四大金融中心外，其他主要股市也发生了空前的暴跌。当日法国巴黎股市下跌了9.7%，米兰股市下跌了6.26%，荷兰股市下跌了12%，比利时股市下跌了11.15%，悉尼股市下跌了25%。

星期一，这本来是个极其普通的日子，但这一天股市的风暴给它赋

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

予了一层黑色的、灾难性的色调。“黑色星期一”之后，有许多人陷入绝境而自杀身亡。58 岁的美国人维隆·兰伯格因股价暴跌损失 50 万美元，由于无力偿还欠下的巨额债务，在旅馆用煤气自杀。纽约的银行家贝特曼是一家金融机构的副总裁，纽约华尔街股市的大崩溃使他陷入绝境，他知道大势已去，即使赔上自己的整个家产也无法偿还股票买卖的巨额亏损，于是在绝望之际他从纽约一幢 32 层的高楼上纵身跳下，告别了这个纷繁的世界。亚瑟·凯思这位股票投机人，几年来曾靠股票投机赚取了百万家财，但在“黑色星期一”的风暴中，一夜之间就赔了 1 000多万美元，债主催逼之下，他开枪打死了证券公司的副总经理，打伤了自己的经纪人，然后开枪自杀。

“黑色星期一”股市风暴对美国的整个国民经济也产生了巨大的影响。美国有三家股票经纪公司倒闭，几百名经纪人和律师失业，硅谷等高科技的投资受到严重制约，社会消费水平普遍锐减，美元在世界金融市场的地位进一步下降。

【启示】

国外证券市场发展史上的风风雨雨告诫我们，证券市场的发展对国民经济具有双刃剑的作用，也从另一个侧面证明了加强证券市场管理的必要性。而实际上世界许多国家的证券管理立法也正是经受了这些事件后才得以重视和确立。英国南海公司事件的直接结果是 1720 年“BABBLE ACT”法的严格实施。1929 年证券市场动乱在经济上给美国政府的严重打击，迫使总统罗斯福亲自向国会提议，通过严格立法来加强对证券市场的管理。美国的《证券法》、《证券交易法》、《证券投资者保护法》、《信托契约法》、《投资公司法》等一系列法律文件在 1933 年之后相继问世了，它犹如一张恢恢天网，疏而不漏地让整个证券市场踏上了一条规范发展的道路。

第二节 证券市场法律法规概述

为了使证券市场健康发展，必须防止证券市场隐藏的欺诈行为、人为操纵市场、内幕交易、不良投机等缺陷，以使证券市场发挥最大效能，从而培养投资者的信心，促进经济发展，世界各国都先后颁布了有关的证券管理法律。根据西方国家证券法规的特点，可将各国证券管理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的法律大体分为三个体系——美国体系、英国体系、欧洲大陆体系。

（一）美国体系

美国证券市场的法制建设是在 1929 年一场巨大的股灾之后开始的。1932 年罗斯福总统当政之后，接受了凯恩斯主义的经济学理论，强调政府对宏观经济的调控作用，开创了美国经济历史上的一个全新的时代，一系列完整的有关证券市场的法律，在他推行新政的过程中问世了：1933 年《证券法》、1934 年《证券交易法》、1935 年《公共事业控股公司法》。在他之后，美国又推出了 1939 年《信托契约法》、1940 年《投资公司法》，以及 1970 年《证券投资者保护法》。这些法律由联邦证券交易委员会负责统一执行。此外，各州都制定了本州的证券法，即“蓝天法”。在政府的监督下，证券商自律性组织保留相当的自律权力，可以制定证券交易规则，从而形成了联邦立法、州立法和自律组织规则这样一个完整的证券法律体系，并注重公开原则，通过强制性的手段去保护投资者的知情权。美国证券法体系在世界上最具代表性。基本上属于该体系的国家有日本、加拿大、菲律宾等。

（二）英国体系

英国法律制度源于普通法，它体现在证券立法中最主要的特点是没有专门的证券法规，而是由《公司法》中有关公开说明书的规定、有关证券商的登记、防止欺诈条例和有关资本发行的管理等法规组成，对证券交易所及其会员则采取本身自律为主的态度。英国证券市场的自律管理体系是以下列三个机构为基础确立起来的：一是英国证券交易所协会；二是收购和兼并问题专门小组；三是证券业理事会。这些机构负责制定并实施有关证券发行、证券交易等活动的规则，大家定规矩，大家来遵守，这就是自律的基本模式。传统上，伦敦证券交易所是完全自律的，不受政府的干预。

英国的证券市场是世界上最为古老的证券市场，伦敦证券交易所对本所的业务有严格的交易规定，并且拥有较高水准的专业性证券商和采取严格的注册制度和公开说明书制度，且一套完善的自律监管体系经历了数百年的市场磨合与考验。因此，英国基本上可以依靠自律性组织去完成市场的监管任务。许多英联邦的成员国属于这一法律体系。

但近几年，许多英联邦国家或地区在公开原则与证券商的监管方面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也采用了美国的一些做法。例如，1967年英国新的《公司法》和1986年《金融服务法》中有关证券方面的条例，在某些方面就效仿美国证券法中的类似规定；另外，1997年，英国金融监管局宣告成立，它不仅监管着英国的货币市场和银行体系，同时也担负着证券市场的监管义务。

（三）欧洲大陆体系

欧洲各国对证券市场采用严格的实质性管理，并在公司法里规定有关新公司成立与证券交易等方面的规章。欧陆体系对证券发行人的特殊利益有所限制，它要求公司股东的实际出资一律公平，这一点比美、英体系较为严格。但在公开原则的实行方面，欧洲大陆体系做得不够。比如证券的发行人通常只在招股说明书中对公司章程与证券的内容稍作披露，缺少充分的公开。此外，该体系的部分国家还缺少对证券进行全面性管理的专门机构。属于该体系的国家除欧洲大陆的西方国家外，还有拉丁美洲和亚洲的一些国家。

第三节　证券市场监管体系及内容

一、监管原则

1. 保护投资者利益原则

投资者保护不仅关系资本市场的规范和发展，而且也关系到整个经济的稳定增长。投资者，尤其是中小投资者，由于信息不对称、持股比例小，相对于控股股东和管理层处于弱势地位，因此，需要重点保护。投资者保护得好，投资者对市场就有信心，入市中的资金和人数就多。从资本市场的发展历程来看，保护投资者利益，让投资者树立信心，是培育和发展市场的重要一环，是监管部门的首要任务和宗旨。国际研究表明，一国或地区对投资者保护得越好，资本市场就越发达，抵抗金融风险的能力就越强，对经济增长的促进作用也就越大。投资者保护不仅在我国有很强的现实性，同时也是全球的一个共性问题。即使在成熟的市场上，侵害中小投资者利益的事件也时有发生，因此，维护中小投资者的利益是证券市场公平的前提。严厉打击损害中小投资者利益的行为，全力维护市场的“三公”，是各国证券监管的首要任务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. “三公”原则

“三公”原则，即公开原则、公平原则和公正原则。

（1）公开原则：要求证券市场具有充分的透明度，要实现市场信息的公开化。

（2）公平原则：要求证券市场不存在歧视，参与市场的主体具有完全平等的权利。

（3）公正原则：要求证券监管部门在公开、公平原则基础上，对一切被监管对象给予公正待遇。

对市场的监管者来说，“公开”是最为重要的原则，没有“公开”就无所谓“公平”；没有“公开”也不可能“公正”。正是这样一个简单但却十分深刻的道理，揭示出资本市场监管核心就是实施强制性信息披露制度。

3. 监督与自律相结合原则

这一原则是指在加强政府、证券主管机构对证券市场监管的同时，也要加强从业者的自我约束、自我教育和自我管理。国家对证券市场的监管是证券市场健康发展的保证，而证券从业人员的自我管理是证券市场正常运行的基础。国家监督与自我管理相结合的原则是世界各国共同奉行的原则。

二、证券市场监管的要素

1. 监管主体

从监管实践上看，实施证券监管活动的主体是多元化的，可以是国家证券监督管理机构，可以是证券业协会或证券交易商协会或证券交易所等机构，一般根据各国的具体情况而定。大多数是由政府、行业协会和交易所共同完成的。

2. 监管目标

证券市场监管的目标在于：运用和发挥证券市场机制的积极作用，限制其消极作用；保护投资者权益，保障合法的证券交易活动，监督证券中介机构依法经营；防止人为操纵、欺诈等不法行为，维持证券市场的正常秩序；根据国家宏观经济管理的需要，运用灵活多样的方式，调控证券发行规模与证券交易规模等。国际证监会公布了证券监管的三个目标：保护投资者；保证证券市场公平、效率和透明；降低系统风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 监管对象和内容

监管的对象是证券市场，包括证券市场的参与者和他们在证券市场的活动和行为。证券监管的内容包括证券发行、成交、交易、代理、咨询、融资融券活动及参与者之间的关系等。目前中国主要对证券市场的信息披露、操纵市场、欺诈行为、内幕交易四个方面进行监管。

4. 监管手段

（1）法律手段，是通过建立完善的证券法律、法规体系和严格执法来实现的。这是证券市场监管部门的主要手段，具有较强的威慑力和约束力。

（2）经济手段，是通过利率政策、公开市场业务、税收政策等经济手段，对证券市场进行干预。这种手段相对比较灵活，但调节过程可能较慢，存在时滞。

（3）行政手段，是指通过制订计划、政策等对证券市场进行行政干预。这种手段比较直接，但运用不当可能违背市场规律，无法发挥作用甚至遭到惩罚。一般多在证券市场发展初期，法制尚不健全、市场机制尚未理顺或遇突发事件时使用。

【实例5】四川明星电力——“负翁”何以变“富翁”①

2006年9月4日，成都四川明星电力股份有限公司（以下简称“明星电力”）原董事长周益明锒铛入狱，但针对明星电力国有股权转让引发的案件侦查并没有结束。顶着“福布斯最年轻富豪”光环的周益明，在入主明星电力时净资产实际为负数，那么他是如何取得明星电力价值3.8亿元控股权的呢？

“新华视点”记者通过深入调查，一幅“民营企业家”掏空国有上市公司的犯罪流程图跃然纸上：第一步，中介机构疯狂造假，一夜之间虚构出周益明27亿元的身价；第二步，银行高管出谋划策，让周益明用贷款收购股权；第三步，国有股权转让决策草率，引狼入室；第四步，国企高管内外勾结，放任周益明大肆侵吞国有资产。这四步欺诈术其实并不高明，但是几乎所有监管环节都被击穿，周益明顺利地实现了

① 蒋作平，谭浩，江毅．四川明星电力——“负翁”何以变“富翁”［J/OL］．（2006-09-04）．http：//finance. qq. com/a/20060904/000301. htm.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“空手套白狼”，涉案金额高达7.6亿元。

第一步：11万元买来27亿元身价。

明星电力是遂宁市380万人口水、电、气的主要供应商。2002年8月，周益明得知明星电力欲转让28.14%的国有股，价值为3.8亿元。当时的明星电力没有外债，企业流动资金达1亿元，良好的资产状况引起了他的强烈兴趣。

周益明立即着手成立深圳市明伦集团与遂宁接洽，但当时他的净资产实际为负数，而按照规定，收购上市公司的资金不能超过集团公司净资产的50%，周益明和他的明伦集团根本没有资格和实力收购明星电力股份，这似乎是个“不可能完成的任务”。

为了取得收购资格，2003年3月，周益明让人找到深圳市中喜会计师事务所，要将公司净资产做到10亿元以上。而在拿到公司资料的第二天，这家事务所就做出了一份总资产27亿元、净资产12亿元的2002年度资产审计报告。更离谱的是，由于收购上市公司需要有连续两年的财务审计报告，中喜会计师事务所又补充了一份2001年度的假审计报告。

周益明一夜之间从“负翁”变成了“身价27亿元的富翁”，而付出的代价仅仅是给中喜会计师事务所11万元业务费。

中喜会计师事务所所长吴光影承认，整个审计报告出炉过程中，事务所根本没有派人到明伦集团进行资产核对，在此之前他甚至都没听说过有明伦集团这么一家公司。事实上，这家于1995年成立的会计师事务所曾因违规受到过警告处分，后于2005年更名，同年又因违规被注销。多年来，这样一个屡次违规的会计师事务所却一直活跃在这一行业。据公安机关透露，中喜会计师事务所两年内出具的虚假审计报告竟然多达5 000份。

第二步：银行高管出谋划策，贷款成为收购资金。

在明星电力案中，银行内部“潜规则”被周益明发挥得淋漓尽致，他不仅用银行贷款组建了集团公司，还凭借与几个银行高管的“深交”，违法获取贷款直接用作收购资金。

据遂宁市公安机关侦查，2002年8月，周益明得知明星电力部分股权将转让的消息时，他的企业还只是深圳市明伦实业有限公司，周益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明一边虚构明伦集团与遂宁市洽谈收购事宜，一边临时组建所谓的集团公司。他先以 10 万元买来的深圳某公司，用 8 000 万元银行贷款进行反复倒账，虚增母公司及 7 个子公司的注册资本金 3 亿元，直到 2002 年 12 月，明伦集团才正式完成了工商注册。

此时的周益明可谓“万事俱备，只欠东风”。虽然顶着“27 亿元身价”的光环，但他仍拿不出一分钱来收购明星电力股权，他的眼睛又盯在了银行贷款上。而按证券市场管理的有关规定，银行贷款严禁用于上市公司收购，这似乎又是个“不可能完成的任务”，但周益明与银行高管的“深交”发挥了关键作用。

据公安机关侦查，周益明与华夏银行广州分行行长郭俊明和上海浦东发展银行深圳罗湖支行行长韩茂胜等人“交情匪浅”。郭俊明曾接受过周益明的两台高级小轿车，逢年过节还有银行卡等“过节费”可拿，周还曾许诺送他一栋别墅。而韩茂胜曾为了增加银行存款业绩，找周益明帮过不少忙，韩也在其中得到“政绩”和“实惠”。

据郭、韩等交代，2003 年周益明向他们明确提出收购明星电力资金上有缺口，希望他们能“支持一下”。但银行资金不得用于上市公司收购，为了规避监管，华夏银行广州分行、浦发行深圳罗湖支行及广发行深圳分行春风路支行都做了一个“过桥贷款”的方案：以企业流动资金的名义给周益明放贷，使得他获得了 3.8 亿元资金，完成了“空手套白狼”式的资本运作。

第三步：“瞎子”、“聋子”和“家贼”。

在股权转让前，遂宁市曾派出考察组到深圳市考察明伦集团。周益明经过精心安排，带着他们到自己合作伙伴的企业参观，并称是自己的企业。这样赤裸裸的欺诈，竟然成功地蒙混过关。

许多当地干部表示，揭穿周益明的骗术其实并不难。明伦集团号称有 27 亿元总资产，那样大的规模总该有各方面的数据和事实支撑。只要到当地工商部门查一下注册资本金，到税务部门查一下税收，到企业库房看一看产品，参观企业时看一下营业执照，就不难发现明伦集团的真面目。

中喜会计师事务所出具的两份审计报告，粗略一看，就漏洞百出，如反映 2002 年“借款”一项，期末数有 13 笔，其中上千万元的达 10

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

笔，5 000 万元的就有 2 笔，但合计仅 313 万多元。如此漏洞百出的假报告，竟成了“购买”明星电力的“通行证”。

而据案发后对周益明提供的这两份假报告的重新审计，2002 年底明伦集团的总负债已高达 2.8 亿元，净资产实际为-6 477 万元。事实上，遂宁当地干部对记者透露，当时曾有人提出，明伦集团到底有没有实力，不能光凭周益明提供的审计报告下结论，应该聘请会计师事务所重新审计一下，但建议最终没有被采纳。

第四步：国有资产流失。

周益明在被捕后交代，他原本打算“捞”上几亿元后，就让明伦集团破产，以便抽身退出。他在入主公司后不到 4 个月，就从明星电力划走了 5 亿元。然而面对这样庞大的可疑资金的流出，作为公司国有股代表的总经理周某不仅没有履行自己的监管职责，反而收受周益明的贿赂，坐看国有资产大量流失。

案例背景：

1. 明星电力原总经理已被“双规”，初步查明其收受贿赂达百万元以上。

2. 2006 年 12 月 1 日，四川省遂宁市中级人民法院一审以合同诈骗罪，判处四川明星电力股份有限公司原大股东、深圳市明伦集团有限公司董事长周益明无期徒刑，并处没收个人全部财产，剥夺政治权利终身。深圳市明伦集团犯合同诈骗罪，判处罚金 5 000 万元人民币。其余 5 名被告犯合同诈骗罪分别被判处有期徒刑 3 年到 5 年，并处罚金 10 万元至 20 万元。

3. 2007 年 4 月 2 日，四川省高级人民法院终审裁定：依照《中华人民共和国刑事诉讼法》第一百八十九条第（一）项的规定，原判决认定事实和适用法律正确，量刑适当，裁定驳回上诉，维持原判。法院审理认为，被告单位深圳市明伦集团有限公司，被告人周益明、刘文中等人，采取虚构事实、隐瞒真相、提供虚假资产审计报告等手段，并与银行高级管理人员勾结，违规获得银行贷款，骗取了四川明星电力股份有限公司 28.14% 的控股权，并在控制明星电力后采取多种手段，非法占有公司资金 4.63 亿元人民币和 1 074 万美元，共计约 5.5 亿元人民币。至此，周益明成为中国证券资本市场上第一个以合同诈骗罪被追究

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其掏空上市公司行为，并被判处无期徒刑的上市公司高管。

三、证券监管制度体制模式

1. 集中型监管体制模式

这种监管模式是指政府通过制定专门的证券法规，并设立全国性的证券监管机构，来统一管理全国证券市场。在这种模式下，政府积极参与证券市场管理，并在市场监管中占主导地位，而各种自律性组织，如行业协会则起协助政府监管的作用。美国是这一类监管模式的代表。这类模式的权威性较强，但行政干预过多，自律组织和政府的配合往往难以协调。

2. 自律型监管体制模式

这种监管模式是指政府除了一些必要的国家立法之外，很少干预证券市场，对证券市场的监管主要由证券交易所、证券商协会等自律性组织进行，强调自我约束、自我管理的作用。英国是这一类监管模式的代表。这类模式的灵活性、针对性较强，但缺乏强有力的立法后盾，监管软弱。

3. 中间型监管体制模式

这种监管模式是指既强调集中立法管理，又强调自律管理，是二者相互渗透、相互结合的产物。它包括二级监管和三级监管两种子模式。二级监管是中央政府和自律机构结合的监管；三级监管是中央、地方两级政府和自律机构结合的监管。德国是这一类监管模式的代表。这种监管可以结合前两种模式的特点，发挥各自优势，使监管更有效率。这种监管模式越来越广泛地得到各国的认同。

4. 中国的监管体制

我国在总结证券市场发展的经验教训基础上，确立了指导证券市场健康发展的“法制、监管、自律、规范”八字方针，基本上建立了证券监管的法律法规框架体系，设立有全国性的证券监管机构——中国证券监督管理委员会，同时与中国人民银行、国家发改委、地方政府及有关部委、地方监管部门共同组成有机整体。从 1997 年开始，证券交易所由证监会领导，强化了证券市场监管的集中性和国家证券主管机构的监管权力，初步形成了有中国特色的集中统一监管体系。

证监会作为政府对于证券市场的监管机构，通常用两只手，一只手

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

抓住信息披露，以规范上市公司行为；另一只手则抓住市场中的自律性组织，以规范市场的交易行为，特别是证券从业人员的职业操守。

四、中国证券市场法律法规

中国证券市场在形成和发展的20多年时间中，出台了大量相关法律法规，基本上建立了证券监管的法律法规框架体系，对市场的规范和有序发展起到了重要作用。

1. 《中华人民共和国公司法》于1993年12月29日经第八届全国人民代表大会常务委员会第五次会议通过，并于1994年7月1日起正式实施。此后，于1999年12月25日第九届全国人民代表大会常务委员会第十三次会议通过了《全国人民代表大会常务委员会关于修改〈中华人民共和国公司法〉的决定》，并于同日实施。其调整对象为公司的组织和行为，范围包括股份有限公司和有限责任公司，其核心是保护公司、股东和债券人的合法权益，维护社会经济秩序。2005年10月全国人大修订了《公司法》，并于2006年1月1日开始实施。

2. 《中华人民共和国证券法》于1998年12月29日经第九届全国人民代表大会常务委员会第六次会议通过，并于1999年7月1日起正式实施，是中国第一部规范证券发行与交易行为的法律，并由此确认了资本市场的法律地位。2005年11月，此法经修订后颁布，并于2006年1月1日起生效，这标志着资本市场走向更高程度的规范发展之路，也对资本市场的法规体系建设产生了深远的影响。它是证券领域的母法。

3. 《中华人民共和国刑法修正案》于1999年12月25日经第九届全国人民代表大会常务委员会第十三次会议通过，此后又不断以修正案的形式作了修正，2009年2月28日公布了第七次修正案。其中，对欺诈发行股票、债券罪，提供虚假财务会计报告罪，非法发行股票和公司、企业债券罪，内幕交易、泄露内幕信息罪，编造并传播影响证券交易虚假信息罪，诱骗他人买卖证券罪，操纵证券市场罪等进行了明确规定。

4. 《中华人民共和国信托法》于2001年4月28日经第九届全国人民代表大会常务委员会第二十一次会议通过，并于2001年10月1日起实施。该法对信托的设立、信托财产、信托当事人、信托的变更与终

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

止、公益信托等方面内容做出了规定。

5.《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》于2002年12月26日最高人民法院审判委员会第1 261次会议上通过，并于2003年2月1日正式生效。它对规范证券市场民事行为、保护投资人合法权益做出了规定。

6.《中华人民共和国证券投资基金法》经2003年10月28日第十届全国人民代表大会常务委员会第五次会议通过，并于2004年6月1日起正式实施。调整对象是证券投资基金当事人，包括投资基金的管理人、托管人和基金份额持有人。其核心是规范证券投资基金活动，保护投资人及相关当事人的合法权益，促进证券投资基金和证券市场的健康发展。

除了以上基本法律以外，还公布实施了《中华人民共和国反洗钱法》、《证券投资者保护基金管理办法》、《中国证监会股票发行核准程序》、《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》、《外资参股证券公司设立规则》、《外资参股基金管理公司设立规则》、《上市公司信息披露管理办法》、《上市公司章程指引》、《上市公司治理准则》、《上市公司股东大会规则》、《上市公司股权激励管理办法（试行）》、《上市公司收购管理办法》、《上市公司证券发行管理办法》、《首次公开发行股票并上市管理办法》、《证券发行与承销管理办法》、《冻结、查封实施办法》、《上市公司治理准则》、《上市公司股东大会规则》、《上市公司章程指引（2006年修订）》、《上市公司非公开发行股票实施细则》、《证券公司董事、监事和高级管理人员任职资格监管办法》、《证券结算风险基金管理办法》等一批规章和规范性文件，基本形成了与《公司法》、《证券法》“两法”配套的规章体系。

第四节　证券市场诚信建设与证券业从业人员资格管理

一、诚信建设的重要意义

诚信是市场经济有效运转的重要基础，诚信是一个证券从业人员的基本素质。如果没有诚信，巴林银行就是一个教训。

【实例6】巴林银行倒闭事件

巴林银行作为全球最古老的银行之一，曾经是英国贵族最为信赖的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融机构，成立于1762年。该银行集团主要包括四个部分：一是巴林兄弟公司，主要业务是公司融资、银行业务及国际资本市场交易；二是巴林证券公司，主要从事证券经纪业务；三是巴林基金管理部，该部门代为管理全球400多亿美元的机构及个人基金；四是控制美国一家投资银行 Dillon Read 40%的股份。到1993年底，巴林银行资产额为59亿英镑，在英国列第18位，世界排名第523位。在英国商人银行中，巴林银行曾一直位居榜首，后退居次位。到1994年10月止的半年中，该行盈利5 500万英镑，英国女王伊丽莎白二世也是该行的顾客。但是，200年优异的经营历史，并没有逃过破产的结局，而最令人震惊的是，这样一个惨痛的结局，竟出自于一个普通的证券交易员之手。

巴林银行倒闭的直接原因是一名交易员尼克·理森越权使用金融衍生工具。尼克·理森1989年加盟巴林银行，1992年被派往新加坡，成为巴林银行新加坡期货公司总经理。期货交易员难免会有在交易中出现一些错误的情况，因此，他们一般都会开设一个特殊账户，用以暂时存放那些错误的交易，等待适合的行情出现时，再挽回损失。但是，错误账户在尼克·理森的手中改变了用途，他把自己失败的交易记入其中，用以掩盖损失。结果，为了赚回赔掉的钱，尼克·理森的赌局越开越大，以至于到了无法收拾的境地。

尼克·理森授权从日本的股票市场与利率市场中套利，在一个市场买进一种金融工具，然后在另外一个市场卖出。理森在一段时期一直沽售日本政府债券和欧洲日元，并购入日经指数期货合约。但1995年1月、2月以来理森开始大量买入日经指数期货合约多头。不幸的是日本股市自该年初不断下滑，尤其是受关西大地震的影响，日本股市更是节节下挫。但是理森并不甘心，继续入市购买，并瞒过新加坡国际期货交易所（SIMEX）和巴林银行的监管，从1月底到2月23日买进15 000～20 000笔日经指数期货合约，总价值达70多亿美元。

按照新加坡期货交易所的规定，日经股指每份期货合约需缴纳保证金62.5万日元，如因价格变动使得保证金降低到50万日元水平以下时客户必须补足保证金至62.5万日元水平。至2月23日新加坡期货交易所要求巴林银行为其所持多头日经期货增加保证金时，伦敦巴林银行总部方才发现理森已亏损9亿多美元，而且因其期货合同仍在有效期，损

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

失还在继续增加。据测算，如果日经指数下跌1点，巴林银行的损失就将增加2 000万日元。由于巴林银行资本金加储备1993年底为3.1亿英镑，合45亿美元，而损失已达8.6亿美元，致使该行已无法独立生存，巴林银行不得不寻求英格兰银行的保护。1995年3月5日，巴林银行为荷兰商业银行收购。至此，一场震惊全球的金融风波暂告平息。

然而，巴林银行事件给国际金融市场带来的影响却是深远的。2月27日，亚洲股市不同程度的下跌，其中日经指数下跌了664.24点，收市时为16 808.70点，跌幅为3.8%；中国台北地区股市也下跌了3.1%。同时，英镑汇率也受到极大的冲击，当天英镑对马克汇率迅速跌穿2.3000的重要支持位，成为两年多来的低点，英国股市也受到压力。

1995年2月23日傍晚，已经赔光了整个巴林银行的尼克·理森踏上了逃亡的旅程。但是，惊弓之鸟般的逃亡生涯仅仅持续了4天，2月27日，在德国法兰克福机场，刚刚走下飞机悬梯的尼克·理森被捕了。1995年11月22日，尼克·理森被从德国引渡回新加坡，仅仅一周之后就被送上了审判台。根据新加坡《证券交易法》，尼克·理森因欺诈罪被判有期徒刑6年半，从而变成了新加坡塔那梅拉监狱中的阶下囚。

尼克·理森事件绝非偶然。在资本市场发展的历史中，违规事情时有发生。因此，市场需要一系列严明的法律约束，同时需要加强诚信建设。

二、从业人员资格管理

对证券业从业人员实行资格管理是国际通行的做法。考虑到市场对“诚信、守法、自律”的严格要求，考虑到增强证券经营机构整体竞争能力的需要，1995年，国务院证券委发布了《证券业从业人员资格管理暂行规定》，开始在我国推行证券业从业人员资格管理制度。根据这个规定，我国于1999年首次举办证券业从业人员资格考试。2002年12月16日，中国证监会又公布了新的《证券业从业人员资格管理办法》，并于2003年2月1日起按该办法对证券从业人员实施资格管理。

1. 从业资格要求

2002年12月16日证监会令第14号《证券业从业人员资格管理办法》，要求从事证券业务的机构中的专业人员，应当取得从业资格和执

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业证书，持证上岗。机构不得聘用未取得执业证书的人员对外开展证券业务。

从事证券业务的机构是指：

（1）证券公司；

（2）基金管理公司、基金托管机构（商业银行）、基金销售机构（含商业银行）；

（3）证券投资咨询机构；

（4）证券资信评估机构；

（5）证券登记结算机构；

（6）资产管理公司。

专业人员是指：

（1）证券公司中从事自营、经纪、承销、投资咨询、受托投资管理等业务的专业人员，包括相关业务部门的管理人员。

（2）基金管理公司、基金托管机构中从事基金销售、研究分析、投资管理、交易、监察稽核等业务的专业人员，包括相关业务部门的管理人员；基金销售机构中从事基金宣传、推销、咨询等业务的专业人员，包括相关业务部门的管理人员。

（3）证券投资咨询机构中从事证券投资咨询业务的专业人员及其管理人员。

（4）证券资信评估机构中从事证券资信评估业务的专业人员及其管理人员。

（5）中国证监会规定需要取得从业资格和执业证书的其他人员。

2. 从业资格管理机构

中国证券业协会负责从业人员从业资格考试、执业证书发放以及执业注册登记等工作。中国证监会对中国证券业协会有关证券业从业人员资格管理的工作进行指导和监督。

3. 从业资格考试报考条件

从2003年始，证券业从业资格对社会开放，只要满足以下三个条件都可以报考：

（1）报名截止日年满18周岁；

（2）具有高中或国家承认相当于高中以上文化程度；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（3）具有完全民事行为能力。

考试合格者即可以获得证券业从业资格。考试成绩长期有效，供证券经营机构用人时参考。

4. 考试科目与内容

资格考试科目由基础科目和专业科目组成。

基础科目为必考科目，内容为证券市场基础知识，包括：证券基本知识，国家有关证券的法律、法规，证券从业人员职业操守、执业规范等。

专业科目由应考人员自选，可以选报一门以上专业科目考试，包括：①证券交易；②证券发行与承销；③证券投资分析；④证券投资基金。

5. 从业资格与执业资格

（1）通过基础科目及任意一门专业科目考试的，即为资格考试合格人员，同时取得证券业从业资格。

（2）专业水平级别认证证书。基础科目及两门以上（含两门）专业科目考试合格的，可获得一级专业水平级别的认证证书；基础科目及四门以上（含四门）专业科目考试合格的，可获得二级专业水平级别的认证证书。由协会颁发专业水平级别认证证书。

（3）已被机构聘用且取得证券业从业资格的人员，可以按照《证券业从业人员资格管理办法》及其《实施细则》等有关规定向协会申请执业证书。中国证券业协会自收到申请之日起30日内，向中国证监会备案，颁发执业证书。机构不得聘用未取得执业证书的人员对外开展证券业务。取得执业证书的人员，连续3年不在证券经营机构从业的，由中国证券业协会注销其职业证书；重新执业的，应当参加中国证券业协会组织的执业培训，并重新申请执业证书。

【案例】 山东省青岛市中级人民法院
民事调解书

（2003）青民三初字第920-3号

原告：郑××，女，汉族，19××年×月×日出生，住所：河北省石家庄市××区××路××号×排×号，身份证号码：××××××××××××××××××。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

委托代理人：薛洪增，河北功成律师事务所律师。

被告：烟台东方电子信息产业股份有限公司，住所地：烟台市机场路2号。

法定代表人：丁振华，董事长。

委托代理人：孙广亮、邱家宇，北京市华堂律师事务所律师。

被告：烟台东方电子信息产业集团有限公司，住所地：烟台市机场路2号。

法定代表人：杨恒坤，董事长。

委托代理人：孙广亮、邱家宇，北京市华堂律师事务所律师。

原告郑××与被告烟台东方电子信息产业股份有限公司（以下简称东方电子公司）、烟台东方电子信息产业集团有限公司（以下简称东方电子集团）虚假证券信息纠纷一案，本院受理后，依法组成合议庭进行了审理。本案现已审理终结。

本院查明的事实是：

一、关于东方电子公司虚假陈述证券民事赔偿纠纷前置程序的有关事实：

被告东方电子公司于1996年经中国证监会批准上市，证券名称：东方电子，证券代码：0682（后深交所将代码位数调整为000682）。同年12月17日，向社会公开发行人民币普通股1 030万股，发行价7.88元，发行后总股本增为6 830万股。1997年1月21日，东方电子公司在深圳证券交易所正式挂牌交易，当天收盘价为每股17.24元。2002年5月8日，深圳证券交易所决定对东方电子公司股票实行特别处理，证券名称由“东方电子”变为“ST东方”。2004年4月，深圳证券交易所决定撤销对该公司股票实施的特别处理，自2004年4月26日起该公司股票简称由“ST东方”变为“东方电子”。截止到2006年7月东方电子股权分置改革前，经历次除权配股后，东方电子公司流通股本总共为602 111 996股。

山东省烟台市中级人民法院于2002年12月10日做出（2002）烟刑二初字第67号刑事判决书，该判决认定，被告人隋元柏作为东方电子公司的主管人员，被告人高峰、方跃作为公司的直接责任人员，自1997年4月至2001年6月，先后利用公司购买的1 044万股原始职工股股票收益和投入资金6.8亿元炒作股票的收益，通过虚开销售发票2 079张，共计金额1 708 230 927元；伪造销售合同1 242份；伪造银行进账单、对账单1 507份，共计金额1 704 796 493.50元，将其中的1 595 349 244.30元计入主营业务收入。虚构业绩使东方电子自1997年起成为绩优股，并四次实行送、配股方案。通过上述虚假行为，欺骗股东高价买进、低价被套。2001年7月，中国证监会着手调查东方电子公司违规事宜，该股票随着大盘的跳水连续下跌，股票市值大量缩水，给股东造成一定（巨大——后注）的经济损失，严重损害了股东的利益。烟台市中级人民法院认为，被告人隋元柏、高峰、方跃身为公司的主管人员和直接责任人员，利用股票收益的资金虚构主营业务收入，夸大公司业绩，向股东和社会公众提供虚假的财务会计报告，严重损害股东利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益，其行为均已构成提供虚假财会报告罪。烟台市中级人民法院依照《中华人民共和国刑法》第一百六十一条、第二十五条第一款、第六十七条第一款、第七十二条第一款的规定，判决被告人隋元柏犯提供虚假财会报告罪，判处有期徒刑2年，并处罚金人民币5万元；高峰犯提供虚假财会报告罪，判处有期徒刑1年，并处罚金人民币25 000元；方跃犯提供虚假财会报告罪，判处有期徒刑1年，缓刑1年，并处罚金人民币5万元。该判决已发生法律效力。

二、关于东方电子虚假陈述行为实施日、揭露日、基准日的事实：

1997年7月14日，被告东方电子公司向公众披露的1997年中期报告中，1997年1—6月份的净利润为35 285 201.95元。1998年3月14日，被告东方电子公司向公众披露的1997年度报告中，主营业务收入236 675 031.28元，净利润70 615 556.02元，每股收益0.517元。而该公司的实际净利润为24 908 122.25元，故本院认定1997年7月14日为该被告虚假陈述行为实施日。

2001年10月12日中央电视台《证券时间》栏目第二时段（播出时间16：25—16：55）播出题目为《东方电子：原来如此!》的报道。这篇报道认为，“东方电子的业绩到底有多少水分，虽然还有待权威部门的调查结论，但是，从我们的调查结果看，增发失败、机构减持以及连年股本扩张，都不是公司股价下跌的根本原因，东方电子高增长背后的业绩不实，才有可能是股价从24元跌到6元多的真正原因所在”。该日期为本院认定的虚假陈述行为揭露日。

自2001年10月13日起，东方电子公司证券累计成交量达到其可流通部分100%的日期为2001年12月18日，该日期为本院认定的投资差额损失计算的基准日。

三、原告买卖东方电子股票的有关事实详见本调解书附表，有关电子文本已向当事人送达。

本案在审理过程中，经本院主持调解，双方当事人自愿达成如下调解协议：

一、在本院依法确定的虚假陈述行为实施日、揭露日、基准日的基础上所计算出的投资差额损失及印花税、佣金、利息，扣除系统风险后，原告的实际差额损失数额为人民币7 972.44元，被告烟台东方电子信息产业集团有限公司以其持有的东方电子股票进行赔偿，股票以每股人民币6.39元计价，原告实际差额损失折合东方电子股票共计1 248股（小数部分四舍五入）。

二、原告为本案所支出的律师费由原告自行承担。

三、被告烟台东方电子信息产业集团有限公司应在2007年9月30日之前为原告办理股票过户手续（若因相关部门原因，时间顺延），其中1 248股划入原告股票账户（股东代码：××××）；0股划入原告委托代理人股票账户（股东名称：薛洪增，股东代码：××××）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四、原告诉讼费579元由被告烟台东方电子信息产业股份有限公司负担，或由烟台东方电子信息产业集团有限公司代为负担。

上述协议，符合有关法律规定，本院依法予以确认。

本调解书经当事人签收后，即具有法律效力。

审判长 牟乃桂
审判员 秦艳华
审判员 阎春光
二零零七年八月一十日
书记员 林鸿姣

资料来源：山东省青岛市中级人民法院．民事调解书［R］．青岛：山东省青岛市中级人民法院，2007.

本章基本概念

注册制度　公开原则　实质性管理　“三公”原则

复习思考题

1. 证券监管的目的何在?
2. 简述西方各国证券监管体制模式。
3. 简述中国证券市场监管的法律体系构成。
4. 证券监管要素构成有哪些?
5. 中国证券市场健康发展的“八字方针”是什么?
6. 为什么要加强证券市场诚信建设?
7. 中国对证券业从业人员资格管理有哪些规定?

学习资料推荐

首先你可以登录中国证券监督管理委员会网站了解更多证券市场法律法规与监管制度：http：//www. csrc. gov. cn；

其次你可以登录中国证券业协会（SAC）网站了解更多投资风险案例、从业人员及证券公司相关资格情况及从业人员的业务培训信息：http：//www. sac. net. cn。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



参考文献

[1]王玉霞．证券投资学[M]．大连:东北财经大学出版社,2011.

[2]邢天才,王玉霞．证券投资学[M].2 版．大连:东北财经大学出版社,2007.

[3]邹立明,王春红．证券投资学[M]．北京:清华大学出版社,2009.

[4]夏雅丽．证券市场与股份制度研究[M]．北京:科学出版社,2007.

[5]刘德红．证券投资教程[M]．北京:经济管理出版社,2009.

[6]曹凤岐,刘力,姚长辉．证券投资学[M].2 版．北京:北京大学出版社,2008.

[7]朱宝宪．投资学[M]．北京:清华大学出版社,2002.

[8]任淮秀．证券投资学[M].2 版．北京:高等教育出版社,2007.

[9]陈松南．投资学[M]．上海:复旦大学出版社,2002.

[10]霍文文．证券投资学[M].2 版．北京:高等教育出版社,2004.

[11]陈保华．证券投资原理[M].2 版．上海:上海财经大学出版社,2003.

[12]吴晓求．证券投资学[M].3 版．北京:中国人民大学出版社,2009.

[13]黄良文．投资学[M]．北京:中国对外经济贸易出版社,1999.

[14]陈伟忠．组合管理与投资基金管理[M]．北京:中国金融出版社,2004.

[15]库恩．投资银行学[M]．李申,等,译．北京:北京师范大学出版社,1996.

[16]格利茨．金融工程学[M]．唐旭,等,译．北京:经济科学出版社,1998.

[17]HAUGEN R A. Modem Investment Theory[M].5th ed. 北京:北京大学出版社,2002.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[18]赖利,诺顿 A. 投资学[M].6 版. 李月平,译. 北京:机械工业出版社,2005.

[19] BODIE, KANE, ALAN J. Investments [M]. 5th ed. New York: McGraw-Hill Companies, Inc. ,2002.

[20]SHARPE W F, ALEXANDER G J. Investments[M]. 5th ed. New York: Prentice Hall International Inc. ,1995.

[21]法博齐 F J,莫迪利亚尼. 资本市场:机构与工具[M]. 3 版. 唐旭,译. 北京:经济科学出版社,1998.

[22]希金斯 R C. 财务管理分析[M]. 5 版,沈艺峰,等,译. 北京:北京大学出版社,1998.

[23]布朗,瑞利. 投资分析与投资组合管理[M]. 5 版. 李秉祥,译. 沈阳:辽宁教育出版社,1999.

[24]斯特朗 R A. 衍生产品概论[M]. 王振山,等,译. 大连:东北财经大学出版社,2005.

[25]路透. 金融衍生工具导论[M]. 北京:北京大学出版社,2001.

[26]刘立喜. 可转换债券[M]. 上海:上海财经大学出版社,1999.

[27]张光平. 巴林银行倒闭与金融衍生工具[M]. 上海:上海人民出版社,1996.

[28]中国证券业协会. 证券业从业资格考试统编教材—— 证券市场基础知识/证券发行与承销/证券交易/证券投资分析/证券投资基金[M]. 北京:中国财政经济出版社,2012.

[29]郑超文. 技术分析详解[M]. 上海:复旦大学出版社,1993.

[30]曹雪峰. 证券技术指标精解[M]. 上海:上海财经大学出版社,2001.

[31]鲁正轩. 看盘高手[M]. 广州:广东经济出版社,1999.

[32]乾隆电脑软件有限公司. 钱龙股票投资技术分析软件:操作手册暨应用法则[M]. 宁波:乾隆电脑软件有限公司,2005.

[33]盖地. 财务会计学[M]. 3 版. 天津:南开大学出版社,2007.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

策划 郭洁



面向21世纪金融投资精编教材

投资学

Touzixue

（第三版）

王玉霞 编著



无防伪码者均为盗版

举报电话： (0411)84710523



定价: 28.00元